

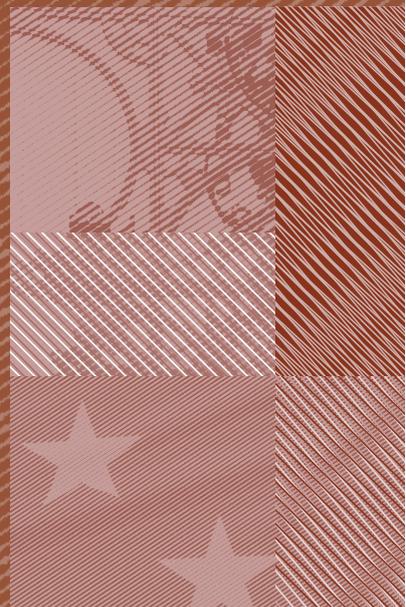
***BREXIT: BALANCE DE SITUACIÓN
Y PERSPECTIVAS***

2019

Juan Luis Vega (coordinador)

**Documentos Ocasionales
N.º 1905**

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema



BREXIT: BALANCE DE SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS

BREXIT: BALANCE DE SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS

Juan Luis Vega (coordinador)

BANCO DE ESPAÑA

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2019

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

Resumen

Tras casi tres años desde que se anunciara la celebración del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE) y dos de intensas negociaciones entre las partes, la no ratificación del Parlamento británico del acuerdo alcanzado por su Gobierno y por el resto de los socios europeos en noviembre del año pasado ha dado lugar a una situación extraordinariamente compleja, en la que, a escasos días de que se cumpla el plazo para la salida del Reino Unido establecido con la activación del artículo 50, no se vislumbra todavía un plan de consenso. A falta de una alternativa pactada, la salida sin acuerdo en la fecha prevista constituye —salvo prórroga— la actual opción por defecto.

Este documento ocasional hace balance de la situación actual y de las perspectivas que se abren en relación con el proceso de salida del Reino Unido de la UE, y recopila y actualiza algunos trabajos que se han venido realizando, en relación con el seguimiento regular de dicho proceso y con la estimación de sus potenciales efectos en la economía española, en la Dirección General de Economía y Estadística del Banco de España. Tras tomar nota del momento actual del proceso negociador, el documento revisa la evolución de la economía británica desde que se anunciara el inesperado resultado del referéndum en junio de 2016, así como las perspectivas económicas a medio plazo del país, que dependerán ante todo del tipo de relación comercial que se establezca en un futuro entre ambas áreas, así como de la manera más o menos abrupta en que se produzca la salida. En relación con nuestro país, en este documento se analizan diversos aspectos relativos a la exposición comercial y financiera de la economía española al Reino Unido, y se estiman, mediante el modelo trimestral del Banco de España (MTBE), los posibles efectos que el *brexit* podría tener sobre nuestra economía en diversos escenarios hipotéticos. Finalmente, se recuerdan las medidas de contingencia que la Comisión Europea y el Gobierno de España han adoptado, en sus respectivos ámbitos, ante la eventualidad de que la salida del Reino Unido se produjera sin acuerdo y de forma brusca.

Palabras clave: *brexit*, Reino Unido, Unión Europea.

Códigos JEL: E69, F15, F47, F59.

Abstract

Almost three years on since the Brexit referendum and two since the intense negotiations between the parties began, the failure by the British Parliament to ratify the November 2018 agreement between the UK Government and the other EU governments has led to a situation of great complexity. With only a few days remaining until the deadline for withdrawal, no consensus plan has emerged yet. Without an alternative plan, a no-deal exit is – excepting postponement – the current default option.

This Occasional Paper takes stock of the current situation and outlook for Brexit (i.e. the process of UK withdrawal from the EU) by drawing together a number of studies produced at the Banco de España in connection with the regular monitoring of the process and its potential effects on the Spanish economy. After noting where the current negotiations stand, the paper reviews UK economic developments since the surprise result of the referendum was announced in June 2016. It further lays out the medium-term outlook for the British economy, which hinges crucially on both the type of future trade relationship to be agreed between both areas and the degree of disruption caused by the withdrawal process. As regards Spain, the paper analyses several issues related to its trade and financial exposures to the UK and also provides estimates of the potential effects of Brexit on the Spanish economy under various hypothetical scenarios using the MTBE (i.e. the quarterly macroeconometric model of the Spanish Economy regularly used at the Banco de España for forecasting and policy analysis). Finally, mention is made of the contingency measures adopted, within their respective remits, by the European Commission and the Spanish Government, in the event of an abrupt no-deal exit.

Keywords: Brexit, United Kingdom, Spain.

JEL classification: E69, F15, F47, F59.

ÍNDICE

Resumen 5

Abstract 6

1 Introducción 8

2 *Brexit*: el largo y complejo proceso de negociación (Teresa Sastre) 10

2.1 Antecedentes del referéndum y primeras reacciones 10

2.2 Procedimiento de salida de la Unión Europea 11

2.3 Posibles alternativas a la futura relación entre el Reino Unido y la Unión Europea 12

2.4 Desarrollo del proceso de negociación y acuerdos alcanzados 13

3 La economía del Reino Unido tras el referéndum sobre su permanencia en la Unión Europea (Teresa Sastre) 18

Recuadro 1 Impacto macroeconómico de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Lucía Cuadro-Sáez) 23

Bibliografía 25

4 Exposición comercial y financiera de España al Reino Unido (César Martín Machuca y Elvira Prades) 26

4.1 Los datos agregados sobre la exposición comercial y financiera 26

4.2 El papel de las cadenas de valor 29

4.3 Evolución reciente de la base exportadora al Reino Unido 31

Recuadro 2 Características de las empresas que comercian con el Reino Unido (César Martín Machuca) 34

Recuadro 3 Un ejercicio de estimación de los efectos en la economía española de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (Samuel Hurtado) 36

5 Medidas de contingencia en el sector financiero (Paloma Marín y Susana Moreno) 38

1 Introducción

Treinta y tres meses después de la celebración del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la Unión Europea (UE), el proceso iniciado entonces se encuentra en un momento crítico, próximo a un desenlace cuyos perfiles, no obstante, no están perfectamente delimitados todavía, a escasos días de que se cumpla el plazo para la salida del Reino Unido establecido con la activación del artículo 50. Tras casi dos años de intensas negociaciones, el acuerdo alcanzado por el Gobierno británico y por el resto de los socios europeos en noviembre de 2018 no ha sido ratificado por el Parlamento británico, lo que ha dado lugar a una situación de gran complejidad, en la que no se vislumbra tampoco una mayoría parlamentaria clara en torno a otras alternativas que se han venido barajando en la discusión política dentro del país: salida sin acuerdo, segundo referéndum o retraso de la salida. En el momento de enviar este documento a edición, el Gobierno, liderado por Theresa May, trataba de negociar con el resto de los Gobiernos europeos una declaración política que clarificara los aspectos del acuerdo que han despertado más oposición y permitiera, de ese modo, su ratificación parlamentaria. Conviene recordar, no obstante, que, a falta de un pacto alternativo, la salida sin acuerdo en la fecha prevista constituye —salvo prórroga— la actual opción por defecto. En este contexto, resulta esencial que culminen con éxito los esfuerzos de muchos meses de negociación, de modo que se preserve la estabilidad financiera, se minimicen los costes que necesariamente surgirán al deshacer algunos de los lazos políticos, sociales y económicos forjados por décadas de integración, y se sienten las bases para una relación futura fructífera entre ambas áreas.

La eventual salida del Reino Unido —miembro de la Comunidad Económica Europea (CEE) desde 1973— conformará, sin duda, una nueva UE, menos diversa, pero más cohesionada también. Tras una década de grandes tensiones económicas, sociales y políticas por las consecuencias de la crisis iniciada en 2008, la fractura de la UE —la primera desde que en 1951 seis países crearan la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (CECA)— se producirá finalmente por la salida del país que se reservó siempre un *estatus especial* por no compartir la aspiración común de «una unión cada vez más estrecha», formulada ya en el Tratado de Roma, que dio lugar en 1957 a la CEE. Esto reivindica la visión fundacional de que la sostenibilidad a largo plazo del Mercado Único exigiría con el paso del tiempo mayor integración monetaria y económica, y, eventualmente, una estrecha cooperación en el ámbito de la política. El grado de cohesión de la propia UE sale también reforzado de un proceso negociador extraordinariamente complejo, durante el cual se han mantenido posiciones comunes que ha venido defendiendo la Comisión Europea.

Este documento hace balance de la situación actual y de las perspectivas que se abren en relación con el proceso de salida del Reino Unido de la UE. El apartado 2 resume la compleja negociación que ha tenido lugar desde que el Gobierno británico activara el artículo 50 en marzo de 2017, y toma nota del momento actual del proceso, marcado por el rechazo del Parlamento británico al acuerdo alcanzado por las partes en noviembre del año pasado. El apartado 3 revisa la evolución de la economía británica desde que se anunciara el inesperado resultado del referéndum en junio de 2016, y las perspectivas económicas a medio plazo del país, que

dependen ante todo del tipo de relación comercial que se establezca en un futuro entre ambas áreas, así como de la manera más o menos abrupta en que se produzca la salida. El apartado 4 está dedicado a analizar la exposición comercial y financiera de la economía española al Reino Unido; en este apartado se analizan también los posibles efectos que su salida de la UE podría tener sobre nuestra economía. Finalmente, el apartado 5 recopila las medidas de contingencia que la Comisión Europea y el Gobierno de España, en sus respectivos ámbitos, han adoptado en relación con la prestación de servicios financieros ante la eventualidad de que la salida del Reino Unido se produzca sin acuerdo y de forma abrupta.

2 *Brexit*: el largo y complejo proceso de negociación

(Este apartado ha sido elaborado por Teresa Sastre, del Departamento de Economía Internacional y Área del Euro.)

2.1 *Antecedentes del referéndum y primeras reacciones*

La victoria por mayoría absoluta del Partido Conservador en las elecciones de mayo de 2015 abrió la puerta a la convocatoria de un referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, que constituía una promesa electoral formulada con el doble objetivo de reforzar la cohesión interna de ese partido, dividido por las profundas discrepancias entre el sector euroescéptico y los miembros más proeuropeos, y de contrarrestar la creciente influencia sobre el electorado conservador de los nacionalistas del Partido por la Independencia del Reino Unido (UKIP, por sus siglas en inglés).

La perspectiva de la celebración de una consulta popular de resultado muy incierto movilizó a los Gobiernos de la UE para atender las preocupaciones que el primer ministro David Cameron había expresado en carta al presidente del Consejo Europeo, con el objetivo de evitar la salida del Reino Unido. Estos esfuerzos cristalizaron en febrero de 2016, cuando el Consejo —con el apoyo de la Comisión y del Parlamento Europeo— acordó reforzar el estatus especial del Reino Unido en la UE mediante un conjunto amplio de medidas¹, que incluían: «clarificaciones» por parte de los jefes de Estado o de Gobierno que deberían utilizarse como instrumentos de interpretación de los tratados; implementación de mecanismos novedosos de gobernanza que aseguraran que la voz de los Estados miembros que no habían adoptado el euro fuera tomada suficientemente en consideración en las reuniones del Eurogrupo y del Consejo, y, finalmente, la adopción de legislación específica en las áreas de gobernanza económica, competitividad, soberanía y prestaciones sociales, y libre circulación. El acuerdo, no obstante, no era de aplicación automática, puesto que estaba sujeto a una condición suspensiva; sus disposiciones solo entrarían en vigor si el resultado de la consulta era a favor de la permanencia en la UE. Con todo, serían los partidarios de la salida de la UE los que eventualmente se impondrían en el referéndum, que se celebró el 23 de junio de ese año.

El resultado de la consulta dio lugar a la dimisión de David Cameron —que había hecho campaña a favor de la permanencia— y a la elección de Theresa May como primera ministra en julio de 2017. El nuevo gobierno recibió la responsabilidad de cumplir el mandato popular del modo menos disruptivo posible. El contexto político, de enorme complejidad, no auguraba una tarea sencilla; la división reflejada en las urnas —la opción por el *brexit* había ganado por un margen relativamente limitado (el 52 % frente al 48 %) y con una distribución muy desigual entre los distintos territorios (véase cuadro 1)— se veía replicada en el seno de los partidos, del Parlamento y del propio Gobierno, lo que originó un período de incertidumbre sin precedentes en la historia reciente del Reino Unido.

¹ Véase P. Marín y S. Moreno (2016), «Acuerdo sobre un nuevo régimen para el Reino Unido en la Unión Europea», *Boletín Económico*, 3/2016, Banco de España.

En porcentaje

	Total	Inglaterra	Gales	Escocia	Irlanda del Norte	Londres
Salir de la UE	51,9	53,4	52,5	38,0	44,2	40,1
Permanecer en la UE	48,1	46,6	47,5	62,0	55,8	59,9
Participación	72,2	73,0	71,7	67,2	62,7	—
Porcentaje de voto	100,0	84,8	4,9	8,0	2,4	—

FUENTE: Prensa británica.

2.2 Procedimiento de salida de la Unión Europea

El procedimiento para la salida de un Estado miembro está regulado en el artículo 50 del Tratado de la UE, que fue incorporado por el Tratado de Lisboa. En dicho artículo se codifican aspectos básicos, como la obligación de notificar la decisión al Consejo Europeo y el plazo de dos años a partir de la fecha de notificación para que se produzca la salida efectiva, salvo acuerdo unánime de los Estados miembros de prolongar dicho proceso. De conformidad con el artículo 50, el acuerdo de salida habrá de ratificarse conforme a los preceptos constitucionales del Estado saliente, tener en cuenta el marco de futuras relaciones entre este y la UE, y ser aprobado por mayoría cualificada del Consejo², tras el consentimiento previo del Parlamento Europeo.

Con todo, su aplicación práctica no ha estado exenta de controversia, no solo por falta de precedentes, sino por la existencia de interpretaciones jurídicas y políticas divergentes. Así, por ejemplo, el Tribunal de Justicia de la UE tuvo que reconocer, a instancias de un tribunal británico, la potestad del Reino Unido de suspender o revocar eventualmente su decisión notificada de salir de la UE. Por el lado británico, la discusión, de naturaleza constitucional, se ha centrado en el papel relativo del Gobierno y del Parlamento tanto en la notificación de la decisión de salida como en la propia ratificación del acuerdo que ambas partes habían de negociar con la UE en relación con las condiciones de la salida y con el marco de relaciones futuras entre la UE y el Reino Unido. El resultado de esta controversia, que requirió alguna clarificación por parte del Tribunal Supremo británico, ha otorgado bastante protagonismo al Parlamento, que hubo de dar su aquiescencia a la notificación prevista en el artículo 50 por parte del Gobierno y que tendrá que ratificar, al igual que su homólogo europeo, el acuerdo negociado entre los ejecutivos de ambas áreas.

Otro aspecto que ha sido objeto de debate se refiere a la interpretación del mandato resultante del referéndum. Varios miembros del Parlamento —laboristas, demócratas liberales y nacionalistas escoceses— consideran que sería necesario someter a la ciudadanía a una nueva consulta sobre el acuerdo que el Gobierno alcance con la UE, con el argumento de que el resultado del referéndum de 2016 no conllevaría un mandato concreto sobre los términos y las condiciones de la relación futura entre el Reino Unido y la UE. La posibilidad de convocar un segundo referéndum se ha puesto de nuevo sobre la mesa recientemente, tras el rechazo

² Esta requiere el apoyo de un 72 % de los miembros del Consejo, sin el Estado saliente, que representen un 65 % de la población de la UE sin dicho Estado.

del Parlamento británico al acuerdo entre la primera ministra y la UE, que fue aprobado por el Consejo Europeo en noviembre de 2018. Dicha convocatoria ha sido descartada por el Gobierno de forma reiterada, aunque no por el Partido Laborista.

2.3 Posibles alternativas a la futura relación entre el Reino Unido y la Unión Europea

La UE es un área con un grado elevado de integración económica en la que existe plena libertad de movimiento de mercancías, servicios, capitales y personas (las denominadas «cuatro libertades»). Además, los Estados miembros de la UE forman parte de una unión aduanera en cuyo territorio no existen fronteras físicas y donde las mercancías circulan sin necesidad de pagar aranceles ni de someterse a controles aduaneros, ya que los productos de todos los países comparten unos mismos estándares y regulaciones. Asimismo, el arancel para terceros países es común a todos los miembros de esta unión aduanera. En la actualidad, la UE mantiene acuerdos comerciales con otros países conforme a varias modalidades (véase cuadro 2). Dos opciones que podrían resultar *a priori* particularmente atractivas para el Reino Unido, al evitar una unión aduanera que exija aplicar un arancel común y salvaguardar, por tanto, la autonomía de sus autoridades para firmar acuerdos comerciales con terceros países, son el Espacio Económico Europeo (EEE) y los acuerdos de libre comercio. El primer modelo —el caso de Islandia y de Noruega— preserva la plena movilidad de bienes, de servicios y de personas, si bien el país perdería su capacidad actual de influir en las regulaciones de la UE, que serían de aplicación común y no se evitaría la existencia de una frontera física entre ambas áreas. Por otra parte, la UE ha firmado acuerdos de libre comercio con países como Canadá, Corea y Japón. Estos suelen implicar la supresión de aranceles, pero exigen el cumplimiento de las normas y los estándares de productos de la UE.

En lo referente a la prestación de servicios, el modelo del EEE conlleva plena libertad en la prestación de estos. En los acuerdos de libre comercio, el acceso al Mercado Único de

MODALIDADES DE RELACIÓN DE LA UNIÓN EUROPEA CON TERCEROS PAÍSES

CUADRO 2

Tipo de acuerdo	Ejemplo	Características
Espacio Económico Europeo (EEE)	Islandia Noruega Liechtenstein	Contribuciones al presupuesto de la UE Libertad de movimiento de bienes, servicios, capital y personas Fuera de la Unión Aduanera con la UE Influencia muy limitada sobre la regulación
Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)	Suiza	Contribución al presupuesto de la UE Acuerdos comerciales con países individuales de la UE y por sectores Fuera de la Unión Aduanera con la UE Influencia muy limitada sobre la regulación Sin derechos de establecimiento para los bancos
Unión Aduanera con la UE	Turquía	Acceso libre de aranceles al Mercado Único Europeo para la mayoría de los productos Adopción de los aranceles externos de la UE para el comercio fuera de esta Sin influencia sobre la regulación ni sobre los acuerdos comerciales firmados con terceros países
Acuerdo de libre comercio	Canadá	Acceso al Mercado Único sin aranceles (o reducidos) con carácter general Controles aduaneros para verificar el cumplimiento de los estándares y las regulaciones de la UE Sin acceso pleno al mercado de servicios ni derecho de establecimiento automático para bancos
Organización Mundial del Comercio (OMC)		El comercio con la UE estará sujeto al arancel común externo de esta Aranceles conforme al principio de la nación más favorecida

FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y elaboración propia.

servicios estaría limitado a casos específicos, de conformidad con los términos del acuerdo, y las entidades financieras no gozarían de derecho a prestar servicios en cualquier país de la UE («pasaporte financiero»). La situación en que quedaría la prestación de servicios financieros —actividad de importancia estratégica para el Reino Unido— sería particularmente compleja, al estar sometida a las normativas nacionales. En este sentido, algunos países europeos permiten la prestación de determinados servicios financieros³, siempre y cuando se reconozca como equivalente la legislación de terceros países no miembros de la UE y existan acuerdos de colaboración entre las autoridades supervisoras nacionales. En el caso del Reino Unido, que, de partida, ya aplica la legislación y la normativa europeas, el acceso a la prestación de servicios financieros bajo este régimen podría ser factible en el momento inicial de la salida del Reino Unido. La decisión de equivalencia, sin embargo, sería discrecional, en lo que se refiere tanto a su concesión como a su posible retirada.

Un caso peculiar es el modelo de Suiza, cuya relación con la UE se ha forjado a través de acuerdos bilaterales con cada país miembro que afectan a sectores no financieros específicos y a los seguros, y que requieren el cumplimiento de las regulaciones de la UE, así como cierta contribución al presupuesto europeo. Por último, en ausencia de acuerdo, las relaciones comerciales con el Reino Unido quedarían sujetas a las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC)⁴, bajo el régimen de «nación más favorecida» (cada miembro de la OMC ha de aplicar a cualquier otro miembro de la organización el arancel más favorable de los existentes en los países con los que mantiene acuerdos comerciales)⁵.

En resumen, si el Reino Unido pierde el acceso al Mercado Único Europeo, esto conllevará, de forma no ambigua, una reducción, al menos en el corto plazo, del grado de apertura exterior de la economía británica (menor movilidad de bienes, servicios, capitales y personas) por la confluencia de varios factores: a) mayores costes —aranceles y otras barreras no arancelarias— de las transacciones comerciales entre Europa y el Reino Unido; b) un menor atractivo de los flujos de inversión exterior entre ambas zonas; c) una menor facilidad para prestar servicios transfronterizos; d) la pérdida de la posibilidad de prestar servicios financieros en toda la UE para las empresas que solo estén radicadas en el Reino Unido («pasaporte financiero europeo») y, posiblemente, también mayores dificultades para las empresas de la UE que deseen prestar servicios en el Reino Unido, y e) la pérdida para el Reino Unido de las ventajas derivadas de los acuerdos comerciales que la UE ha venido firmando con terceros países, al menos hasta que firme nuevos tratados con estos.

2.4 Desarrollo del proceso de negociación y acuerdos alcanzados

A comienzos de 2017, Theresa May dio a conocer la visión del Gobierno británico sobre los planes de salida y el nuevo marco de relaciones que pretendía acordar con la UE⁶, y declaró,

³ Esta figura de reconocimiento por equivalencia de la regulación no se contempla en actividades como la captación de depósitos minoristas y el crédito comercial o *trade finance*.

⁴ Previamente, el Reino Unido habrá de solicitar su ingreso en la OMC como miembro independiente.

⁵ Este criterio resulta del principio de no discriminación, según el cual los miembros de la OMC no pueden dar un trato más lesivo (aranceles más elevados) a unas naciones que a otras. Solo se admite un tratamiento preferencial en los casos de áreas regionales de libre comercio y de uniones aduaneras.

⁶ T. May, «The government's negotiating objectives for exiting the EU: PM speech», 17 de enero de 2017.

además, su intención de negociar un período de transición que suavizase el cambio al nuevo régimen. La primera ministra dejó claro que las prioridades británicas de cara a la negociación pasaban por establecer controles al acceso de inmigrantes procedentes de la UE y que la justicia británica dejara de estar bajo la jurisdicción del Tribunal de Justicia de la UE. Reconociendo que ambos objetivos resultaban incompatibles con el acceso al Mercado Único, Theresa May renunciaba a este y, en su lugar, planteaba acordar un tratado de libre comercio con la UE que implicase una estrecha relación comercial, cuyas características serían objeto de negociación por ambas partes. Estas «líneas rojas» descartaban implícitamente como modelo de futura relación entre ambas áreas las opciones de pertenencia al EEE o a la Unión Aduanera, y limitaban el rango de opciones posibles a: 1) un tratado de libre comercio con la UE que proporcionase el máximo grado de integración económica posible (el firmado con Canadá podría constituir una referencia); 2) la participación en la Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA, por sus siglas en inglés), con acuerdos bilaterales con países de la UE en determinados sectores (el caso de Suiza), y 3) la adopción de las reglas de la OMC (establecimiento de aranceles aplicando el criterio de «nación más favorecida»), si finalmente no se produjera un acuerdo con la UE.

La posición europea de partida respecto a la negociación con el Reino Unido se plasmó en una serie de directrices aprobadas por el Consejo Europeo en marzo de ese año. Estas establecían que el nuevo acuerdo de asociación no se negociaría hasta que no se hubiera alcanzado un «progreso sustancial» en el acuerdo de separación. Además, el acuerdo de asociación solo podría concluirse una vez que el Reino Unido hubiera salido de la UE y tuviera, por tanto, la consideración de «país tercero». Por último, el Consejo excluía la posibilidad de una participación en el Mercado Único basada en aproximaciones sectoriales.

Las negociaciones con la UE comenzaron, como estaba previsto, el 19 de junio de 2017, tres meses después de que el Gobierno británico activase el artículo 50. En la primera ronda se acordó un calendario de negociaciones en dos fases: la primera se dedicaría a tratar los aspectos de la salida del Reino Unido de la UE, mientras que la segunda abordaría cuestiones relacionadas con el futuro marco de relaciones entre ambas áreas. Esta segunda fase, además, solo se abriría cuando se hubiera alcanzado un «progreso sustancial» en tres temas: a) los derechos de los ciudadanos de la UE residentes en el Reino Unido y de los ciudadanos británicos que residen en la UE; b) la situación en que va a quedar la frontera terrestre entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda, y c) los compromisos financieros del Reino Unido con la UE antes de la salida. Se esperaba que ello ocurriera a finales de 2017, de modo que pudiera hablarse sobre seguridad y sobre la nueva relación comercial a partir de enero de 2018.

En septiembre, Theresa May planteó la propuesta de un período de transición que mantuviera el actual *statu quo* por un plazo de alrededor de dos años, y descartó nuevamente la pertenencia al EEE. La primera ministra aseguró que el Reino Unido haría frente a las obligaciones financieras derivadas de su pertenencia a la UE, y miembros de su gobierno aclararon que se mantendría la aportación británica al presupuesto europeo hasta 2020, cuando finalizan las actuales perspectivas financieras. Por último, se propusieron dos modelos posibles de régimen

aduanero⁷, en el marco de la futura relación comercial con la UE, que permitieran respetar el compromiso del Gobierno británico con el Acuerdo de Viernes Santo y que, por tanto, evitaran el establecimiento de una frontera «dura» entre Irlanda e Irlanda del Norte.

Con cierto retraso, la reunión del Consejo Europeo del 15 de diciembre de 2017 dio paso a la segunda fase de las negociaciones, en la que habrían de tratarse las cuestiones relativas al período de transición y al marco de la futura relación entre ambas áreas, después de que la primera ministra y el presidente de la Comisión Europea llegaran a un entendimiento acerca de los tres asuntos en discusión en la primera fase de las negociaciones. Los puntos más relevantes de dicho entendimiento fueron los siguientes:

- El Reino Unido reconocía los compromisos financieros y las demandas de los negociadores europeos. El importe de los pagos que debía realizar se situaría en un rango de entre 40 mm y 45 mm de euros.
- Se acordaba mantener prácticamente intactos los derechos de los ciudadanos europeos y británicos que residen o vayan a residir en el futuro en el Reino Unido y en la UE, respectivamente. La Comisión Europea y un organismo británico independiente quedaban al cargo de la vigilancia del cumplimiento de los acuerdos relativos a los derechos de los ciudadanos.
- Respecto a la frontera en la isla de Irlanda, el Gobierno británico se comprometía a encontrar una «solución específica» en el marco de la nueva relación entre el Reino Unido y la UE. En caso de que no se llegase a un acuerdo satisfactorio, Irlanda del Norte mantendría un alineamiento regulatorio pleno con las reglas del Mercado Único y de la Unión Aduanera.

En marzo de 2018, ambas partes anunciaron que el acuerdo sobre el período de transición solicitado por el Reino Unido duraría 21 meses, desde marzo de 2019 hasta diciembre de 2020. Durante dicho período, el Reino Unido mantendría el acceso al Mercado Único y estaría obligado al cumplimiento de la normativa de la UE, aunque quedaría excluido de los órganos de toma de decisiones. El compromiso forma parte del acuerdo de salida, que debe ser ratificado en su totalidad por la UE y por el Reino Unido antes de la fecha de salida, el 29 de marzo de 2019. Aunque se realizaron avances sustanciales en materia de derechos de los ciudadanos y de la factura financiera, seguían pendientes la gobernanza del acuerdo de salida y la cuestión de Irlanda del Norte. Respecto a esta última cuestión, los negociadores británicos aceptaron la cláusula de *backstop* propuesta por la UE, que implica que Irlanda del Norte

⁷ Los modelos alternativos propuestos son: a) una simplificación y una racionalización de los controles aduaneros basadas en soluciones tecnológicas que agilicen los mismos, en acuerdos ya existentes entre el Reino Unido y la UE, y en el funcionamiento de los controles a terceros países (*maximum facilitation model*), y b) un acuerdo de asociación aduanero con la UE que permita eliminar la necesidad de controles aduaneros entre la UE y el Reino Unido, para lo que se sugiere que este último implemente todos los requerimientos (aranceles y demás requisitos a los productos) que exige la UE a las importaciones procedentes de terceros países. Como el arancel podría ser diferente cuando el destino de las importaciones fuera el Reino Unido, esta opción requiere un sistema de control del origen y del destino de las mercancías.

permanecería en el Mercado Único, en el caso de que las dos propuestas de régimen aduanero del Gobierno británico no resultasen practicable y efectivas. De hecho, la posición de la UE respecto a estas propuestas es que no son viables.

Ese mismo mes, Theresa May (en un discurso en la Mansion House) planteó con detalle su propuesta en cuestiones regulatorias, que pretende el mantenimiento de un alto grado de alineamiento regulatorio con la UE, con el fin de alcanzar el mayor acceso posible a los mercados europeos. La propuesta más relevante fue el establecimiento de mecanismos de reconocimiento mutuo de equivalencia regulatoria basada en resultados, que sería de aplicación a los servicios financieros. Asimismo, se comprometió a mantener estándares elevados en las materias de medioambiente y de protección al consumidor, defendió que la resolución de disputas sobre la futura relación entre la UE y el Reino Unido debería hacerla un organismo independiente, y rechazó que este fuera el Tribunal de Justicia de la UE, que considera un órgano de parte. Posteriormente, el Libro Blanco⁸ –publicado en julio de 2017–, que resumía el conjunto de sus propuestas para la futura relación con la UE (Plan Chequers), abandona la idea de mecanismos de reconocimiento mutuo de equivalencia regulatoria basada en resultados, para proponer acogerse a los mecanismos ya existentes de reconocimiento de la regulación para terceros países, si bien se sugiere que habría que ampliar su ámbito de aplicación.

Tras registrar nuevos retrasos, la negociación entre la UE y el Reino Unido culminó el 13 de noviembre de 2018, con un acuerdo que fue aprobado por el Consejo Europeo en su reunión extraordinaria del 25 de noviembre. El acuerdo de salida de la UE del Reino Unido contiene los acuerdos que se habían venido alcanzando hasta ese momento y, además, la solución de última instancia (el denominado *backstop*) para la frontera entre la República de Irlanda e Irlanda del Norte. Para evitar una frontera física en la isla de Irlanda, en caso de que no se haya alcanzado un acuerdo viable sobre otra solución al final del período transitorio y hasta el establecimiento de las bases para la futura relación, se establecería un territorio aduanero común entre la UE y el Reino Unido (sin aranceles, cuotas ni controles de origen, y con la alineación de los aranceles exteriores del Reino Unido con los de la UE). Irlanda del Norte, por su parte, gozaría de un estatuto especial, pues tendría que aplicar el Código Aduanero de la UE y mantener una alineación regulatoria suficiente para evitar una frontera física (IVA, controles fitosanitarios...). Ello conllevará la necesidad de realizar controles sobre las mercancías que circulen entre Irlanda del Norte y el resto del Reino Unido, y la aplicación, por parte de este último, del arancel aduanero común.

La solución al problema irlandés pronto se convirtió en el punto más controvertido en la discusión política, ya que algunos parlamentarios británicos, especialmente los del partido nacionalista norirlandés que sostiene el gobierno de Theresa May, interpretan que puede dar lugar al establecimiento, de forma permanente, de una frontera encubierta entre Irlanda del Norte y el resto del Reino Unido. Tras varios retrasos en su tramitación parlamentaria, el acuerdo fue rechazado el 15 de enero de 2019 por una amplia mayoría (432 votos en contra y 202 a favor),

⁸ *The future relationship between the United Kingdom and the European Union*, Policy Paper, 17 julio de 2018.

	No <i>brexít</i> / prórroga art. 50	Unión Aduanera (UE)	Unión Aduanera simple (tipo Turquía)	Acuerdo libre comercio (tipo CETA)	Sin acuerdo (OMC)
Alcance y condiciones de acceso al mercado: bienes y servicios (excluidos financieros)	Libertad de movimiento: bienes, servicios, personas y capitales	Libre circulación de bienes GATS sobre servicios	Casi libre movimiento de bienes GATS sobre servicios	Los bienes son los menos afectados, pero los servicios tienen un acceso limitado	Aranceles de nación más favorecida y cuotas del GATS para los servicios
Aduanas y reglas de origen	Mercado Único y Unión Aduanera	Sin reglas de origen ni costes aduaneros	Sin reglas de origen y costes aduaneros reducidos	Reglas de origen y costes aduaneros	Reglas de origen y costes de aduanas
Otras barreras no arancelarias	Mercado Único y Unión Aduanera	Sin otras barreras no arancelarias	Regulaciones y estándares de la UE comprobados en la frontera	Algo de alineamiento regulatorio y reconocimiento de estándares	Pleno conjunto de regulaciones y estándares de la UE comprobados en la frontera
Provisiones para el comercio en servicios financieros	Pasaporte para servicios financieros (libre movimiento de capital)	Régimen de tercer país, legislación nacional	Régimen de tercer país, legislación nacional	Con carácter prudencial: régimen de tercer país, legislación nacional	Régimen de tercer país, legislación nacional
Provisiones para el movimiento de personas/trabajadores	Libertad de movimiento de personas	Quizás menos restringido	Restringido	Quizás menos restringido	Sin provisiones

FUENTE: Elaboración propia.

lo que causó una situación de bloqueo que no ha podido superarse hasta el momento. La votación dejó claro que el plan acordado no contaba con el apoyo mayoritario del Parlamento británico, pero la discusión también hizo patente que no parece existir una mayoría alternativa en torno a ninguna opción que pudiera ser aceptada por el resto de la UE. En el momento de enviar este documento a edición, el Gobierno británico intentaba negociar con el resto de los socios una declaración política que aliviara algunas de las preocupaciones principales que impidieron la ratificación del acuerdo (principalmente en el tema del *backstop*), al tiempo que las vicisitudes de la discusión parlamentaria hacían más probable la solicitud de una prórroga en la fecha de salida. Una comparación de los aún posibles escenarios se presenta en el cuadro 3.

3 La economía del Reino Unido tras el referéndum sobre su permanencia en la Unión Europea

(Este apartado ha sido elaborado por Teresa Sastre, del Departamento de Economía Internacional y Área del Euro.)

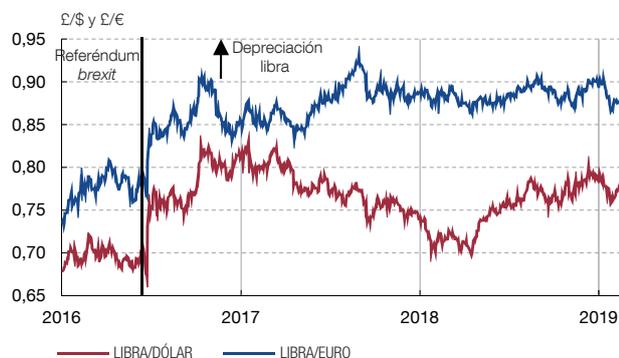
El anuncio, la madrugada del 24 de junio de 2016, del inesperado resultado del referéndum sobre la permanencia del Reino Unido en la UE, favorable a la salida, dio paso a un período de gran incertidumbre en el país. En el ámbito económico, los estudios realizados con anterioridad a la consulta concluían, en su inmensa mayoría, que la salida de la UE tendría efectos adversos sobre la economía británica, tanto en el corto como en el largo plazo. En los días posteriores a la consulta, los mercados financieros, que no habían anticipado dicho resultado, experimentaron episodios de turbulencias severas, que provocaron una notable depreciación del tipo de cambio de la libra, un aumento generalizado de la aversión al riesgo y una mayor preferencia por los activos más líquidos y seguros (véanse gráficos 1.1 y 1.2). Por su parte, el panorama político se volvió particularmente inestable por la dimisión del primer ministro, que llevó al partido del gobierno a un proceso de elección de un nuevo líder. Esta inestabilidad se trasladó también al principal partido de la oposición, cuyo líder se vio sometido a una gran contestación interna por su gestión de la campaña del referéndum.

En un contexto de rápido deterioro de los indicadores de confianza de empresarios, consumidores e inversores (véase gráfico 1.3), tanto las instituciones y los organismos internacionales

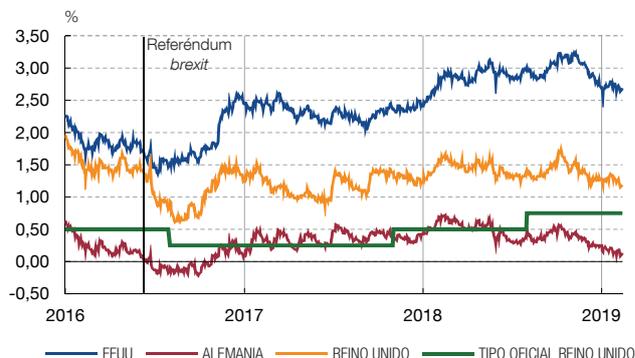
REACCIONES TRAS EL REFERÉNDUM

GRÁFICO 1

1 TIPO DE CAMBIO



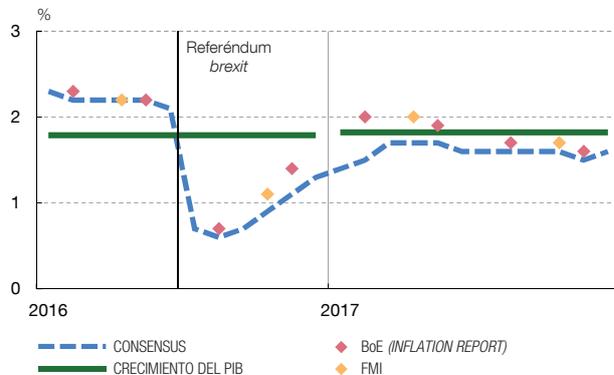
2 TIPO DE INTERÉS BONO A 10 AÑOS



3 INDICADORES DE CONFIANZA



4 PREVISIONES DEL PIB (2017)



FUENTES: Iberia Financial Software, Consensus, Fondo Monetario Internacional, Banco de Inglaterra (BoE) (*Inflation Report*), GfK y Lloyds Bank.

como los analistas privados revisaron significativamente a la baja sus perspectivas de crecimiento para el Reino Unido (véase gráfico 1.4), así como —en menor medida— para otras economías, principalmente europeas. Los cambios en las previsiones para el Reino Unido acentuaban la senda de desaceleración de la actividad que había comenzado en 2015, tras el período de recuperación poscrisis. La previsión de inflación, en cambio, fue revisada al alza por el previsible impacto de la depreciación de la libra, lo que intensificó su trayectoria ascendente desde los niveles históricamente reducidos alcanzados en 2015.

Durante la segunda mitad de 2016 y 2017, la actividad económica del Reino Unido se comportó, sin embargo, mejor de lo esperado. Los indicadores de confianza recuperaron gran parte del terreno perdido a medida que se clarificaba la situación política y las autoridades mostraban su disposición a ponerse en acción. La actuación del Banco de Inglaterra, que redujo los tipos de interés y adoptó diversas medidas de carácter macroprudencial y de apoyo a la liquidez, contribuyó decisivamente a relajar las tensiones iniciales y evitó que se materializara el esperable endurecimiento de las condiciones de financiación⁹.

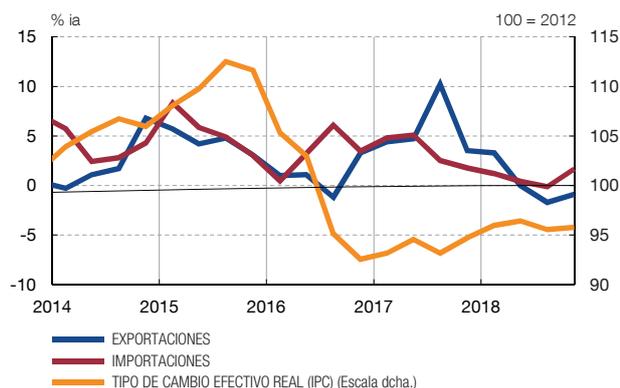
En el frente exterior, la depreciación de la libra permitió, inicialmente, mejorar la competitividad de los productos británicos (véase gráfico 2.2), al tiempo que la situación de bonanza de la economía global, y en particular la europea, aportaba un impulso adicional a la demanda de dichos productos. Así, las ventas al exterior de bienes y de servicios revirtieron la desaceleración que venían registrando desde 2015, y se incrementaron en torno a un 5% interanual en el segundo semestre de 2016 y en la primera mitad de 2017 (véase gráfico 2.1). Esto permitió que el déficit comercial británico se redujera y que mejoraran de forma bastante generalizada los saldos bilaterales del Reino Unido con los países de la UE, cuyo superávit se ha reducido (véase gráfico 2.3). En línea con la evidencia empírica acumulada a partir de otras experiencias históricas, la contribución favorable de la demanda exterior al sostenimiento de la actividad tuvo, sin embargo, un carácter meramente transitorio y de una magnitud limitada por la confluencia de dos factores: la reducida elasticidad-precio de exportaciones e importaciones¹⁰, y la traslación solo parcial de la depreciación de la libra a los precios de exportación por el incremento de los márgenes de los exportadores¹¹. De este modo, el impulso a las exportaciones proveniente de la depreciación parece haberse agotado en los trimestres más recientes, si bien la desaceleración de las importaciones al compás del debilitamiento de la demanda interna ha limitado su efecto sobre la demanda exterior neta.

⁹ El día siguiente al referéndum, el Banco de Inglaterra —que había preparado un plan de contingencia— y otros bancos centrales comunicaron su disposición a actuar en caso de que fueran necesarias medidas de apoyo a la liquidez. A principios de julio, el Comité de Política Financiera del Banco de Inglaterra adoptó una serie de medidas de carácter macroprudencial, como la reducción de los requerimientos de capital anticíclico (del 0,5% al 0% de los activos ponderados por riesgo); y en agosto anunció un paquete de medidas expansivas, entre las que se incluía la reducción del tipo oficial de política monetaria en 25 puntos básicos, hasta el 0,25%.

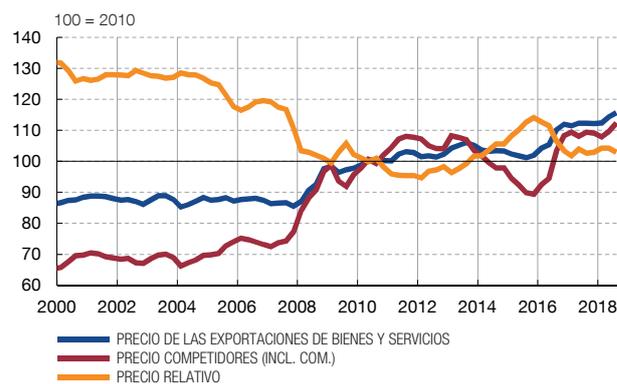
¹⁰ Véase NIESR (2015).

¹¹ Históricamente, fuertes depreciaciones de la libra, como la ocurrida al inicio de la crisis financiera, se han trasladado solo parcialmente a los precios en los mercados exteriores (y, por tanto, a la competitividad de los productos británicos), de modo que los exportadores han logrado aumentar su margen unitario [véase Sastre (2016)]. Esta traslación parcial puede obedecer a diversos motivos; por ejemplo, a que los precios de las exportaciones se fijen en moneda extranjera —en torno al 70% de los exportadores británicos lo hacen [véase Goldberg y Tille (2009)]—, o a que tiendan a alinearse con los de los competidores en mayor medida que con los costes laborales unitarios propios, en un intento de preservar la cuota de mercado [véase Buisán *et al.* (2006)].

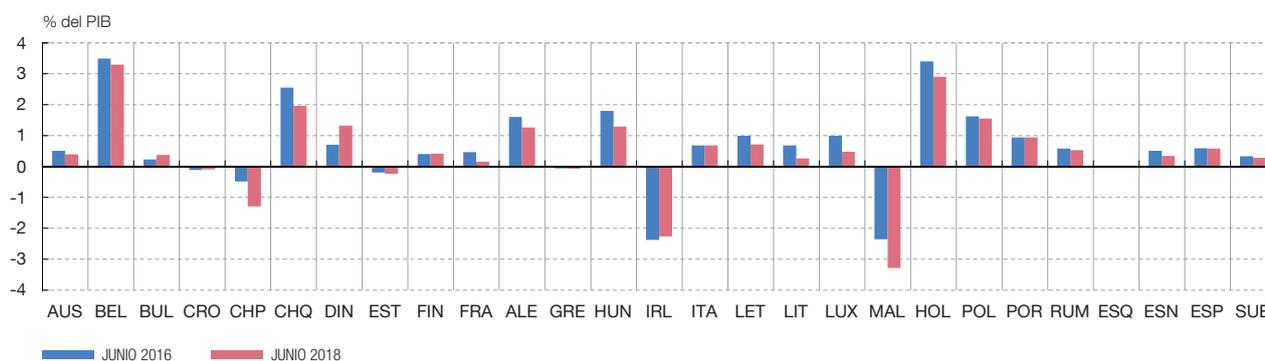
1 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES



2 PRECIO DE LAS EXPORTACIONES



3 SALDO COMERCIAL BILATERAL DE MERCANCÍAS ENTRE LOS PAÍSES DE LA UE Y EL REINO UNIDO (a)



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Banco de Pagos Internacionales y Eurostat.

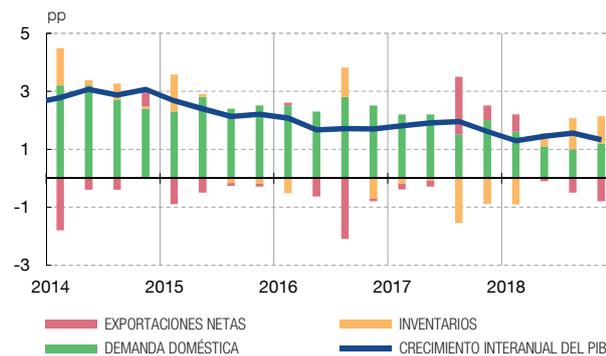
a Desde la perspectiva de los países de la UE.

El comportamiento de la inversión en el período 2016-2017 también constituyó un elemento de sorpresa en un contexto marcado por la creciente desconfianza que suscitaba la estrategia de negociación poco clara del Gobierno británico tras la activación del artículo 50 del Tratado a finales de marzo de 2017, y por la falta de definición de sus objetivos con respecto a la futura relación comercial entre ambas áreas. Así, la formación bruta de capital se desaceleró solo muy levemente en dicho período, impulsada por dos de sus componentes (véase gráfico 3.2): la inversión residencial, que típicamente muestra un comportamiento retardado por el tiempo que tardan en construirse las viviendas una vez iniciadas, y la inversión pública, estimulada por la relajación de los objetivos fiscales que siguió al referéndum. Por su parte, la inversión empresarial sí mostró pronto síntomas de un cierto debilitamiento, si bien continuó creciendo durante el período, estimulada por el elevado grado de utilización de la capacidad productiva¹² y la mencionada ampliación de márgenes en el sector exportador.

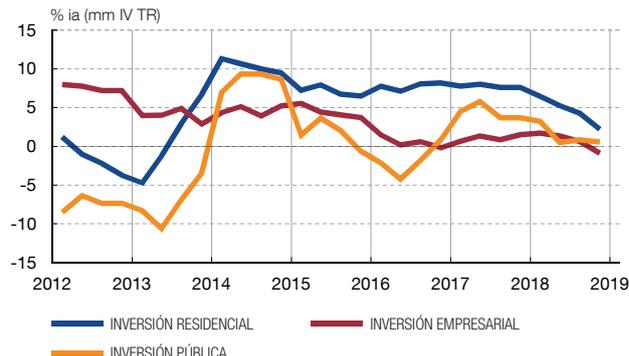
Los soportes ligados a la depreciación del tipo de cambio, los impulsos transitorios de la política fiscal y la inercia de la edificación residencial fueron desapareciendo a lo largo de 2018, y dieron paso a un debilitamiento de la formación bruta de capital fijo, que se hizo muy claro en la segunda mitad del año, en un contexto de dudas crecientes sobre la estrategia

¹² Véase Sastre (2018).

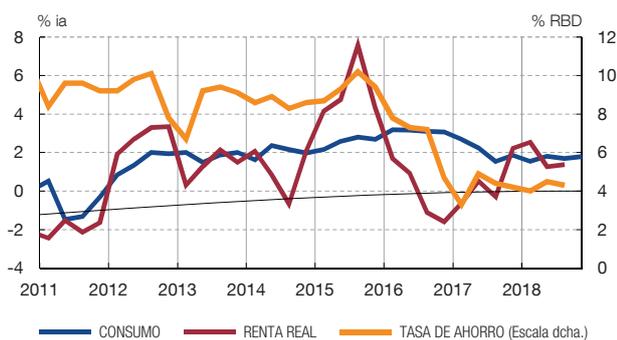
1 CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB



2 INVERSIÓN POR SECTORES



3 CONSUMO, RENTA DISPONIBLE Y AHORRO



4 PRECIO DE CONSUMO



FUENTE: Office for National Statistics.

negociadora del Gobierno británico. Este aumento de la incertidumbre habría llevado a los inversores domésticos a posponer sus planes de inversión —en particular, en vivienda— y habría provocado una reducción de la inversión directa extranjera en el Reino Unido.

La erosión de la renta real ocasionada por la depreciación de la libra y el consiguiente aumento de la inflación —que alcanzó el 3% a finales de 2017 (véase gráfico 3.4)— contribuyeron a moderar, a lo largo de 2017, el crecimiento del consumo privado, que aún había mostrado cierta resistencia en la segunda mitad del año anterior (véase gráfico 3.3). El fuerte descenso de la tasa de ahorro y la recuperación de renta real que se ha producido tras el descenso de la inflación hasta tasas más cercanas al objetivo de la política monetaria han contribuido a frenar la desaceleración del consumo privado durante 2018.

Elementos adicionales de soporte del gasto de los consumidores los constituyen la reducida tasa de paro —alrededor del 4%— y el comportamiento del empleo, cuya tasa de crecimiento se ha estabilizado en torno al 1% en los trimestres más recientes, tras la desaceleración observada inmediatamente después de la celebración del referéndum (véase gráfico 4.1). Los nuevos puestos de trabajo han sido ocupados, principalmente, por ciudadanos británicos, mientras que se ha producido una destrucción neta de empleo entre los extranjeros en los últimos trimestres (véase gráfico 4.4). Este proceso discurre en paralelo al descenso de la entrada neta de inmigrantes de la UE, especialmente de Europa del Este, y cierta recuperación de los que provienen de fuera de la UE (véase gráfico 4.3).

1 TASA DE DESEMPLEO Y CRECIMIENTO DEL EMPLEO



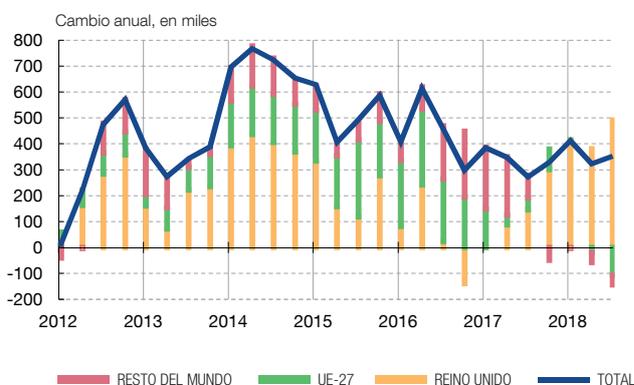
2 CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS



3 MIGRACIÓN NETA AL REINO UNIDO



4 CREACIÓN DE NUEVOS TRABAJOS POR PAÍS DE ORIGEN



FUENTES: Office for National Statistics, Migration Statistics y *Labour Market Report*.

Un menor crecimiento de la fuerza laboral (por los menores flujos migratorios) tendrá un impacto negativo sobre el crecimiento potencial de la economía británica, que puede verse afectado, asimismo, por el menor ritmo de acumulación de capital asociado a la caída de la inversión. El incremento de barreras arancelarias y el menor grado de apertura comercial que, con elevada probabilidad, van a caracterizar la futura relación con la UE tenderán a debilitar, aún más, el crecimiento de la productividad y de la capacidad productiva del país. Diversas instituciones británicas —como el Banco de Inglaterra o la Agencia Fiscal Independiente— y organismos internacionales han reducido, en respuesta al *brexit*, sus estimaciones de crecimiento potencial, que sitúan en alrededor del 1,5%, por debajo de las tasas de crecimiento observadas en los últimos años (del 1,8% en 2016 y en 2017), aunque en línea con el avance del PIB en 2018. Las perspectivas económicas a medio plazo dependen ante todo del tipo de relación comercial que se establezca entre el Reino Unido y la UE (véase recuadro 1), así como de la forma más o menos abrupta en que se produzca la salida del país de la UE¹³. En cualquier caso, resulta probable que la senda de crecimiento se sitúe por debajo del potencial durante algunos años, debido al necesario proceso de adaptación y de transición de los sectores productivos británicos al menor grado de apertura comercial¹⁴.

¹³ Véanse Banco de Inglaterra (2018) y UK Government (2018).

¹⁴ Véase FMI (2018).

(Este recuadro ha sido elaborado por Lucía Cuadro-Sáez, del Departamento de Economía Internacional y Área del Euro.)

Desde el momento en que el Gobierno británico anunció la celebración del referéndum, numerosas instituciones internacionales y analistas privados han venido haciendo estimaciones de los efectos macroeconómicos que la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) tendrían para el país, sus socios europeos y la economía global. Además de diferencias metodológicas, las incertidumbres que han rodeado el proceso de negociación en relación con aspectos fundamentales para la determinación de dichos efectos explican la gran diversidad de análisis y una cierta falta de homogeneidad en los resultados. Este recuadro resume las conclusiones más firmes que se derivan de las principales estimaciones disponibles.

El estudio realizado a finales de 2018 por el Banco de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés), a petición del Parlamento británico, en el que se analizan varios escenarios de futuro, constituye un referente clave¹. Es importante notar que, en todos los casos que se describen a continuación, los efectos se calculan en relación con un escenario base vigente en noviembre de 2018 que ya incluye el ajuste que se ha producido en las perspectivas económicas del país desde la celebración del referéndum. En primer lugar, el BoE plantea la posibilidad de que las partes consensuen una transición ordenada (incluido un período transitorio relativamente prolongado) hacia un nuevo modelo de relaciones comerciales tras la separación. En este caso, se estima que el impacto en el PIB podría ser incluso positivo a medio plazo (+1,75%), si se pactara una relación comercial de cercanía que no incrementara de forma significativa las trabas al comercio entre ambas áreas. En el caso de una relación comercial menos cercana, los efectos incluirían una ligera caída del PIB a medio plazo (-0,75%). En ambos casos, la inflación y el desempleo permanecerían en tasas relativamente moderadas (en torno al 2% y al 4%, respectivamente) (véase cuadro 1).

Además, el estudio del BoE analiza también la posibilidad de que las partes no alcancen un acuerdo. En ese contexto, el comercio entre ambas economías se regiría en el futuro por las normas establecidas por la Organización Mundial del Comercio, con el consiguiente establecimiento de aranceles. Este escenario, en el que previsiblemente se produciría la ruptura de algunas de las cadenas productivas actualmente en funcionamiento y donde no son descartables ciertos episodios de inestabilidad financiera, generaría efectos a medio y a largo plazo que serían manifiestamente negativos tanto para el Reino Unido como para la UE. Dependiendo del grado de disrupción, las caídas en el nivel del PIB podrán oscilar entre el -4,75% estimado en el escenario menos disruptivo y el -7,75% en un escenario altamente disruptivo (desordenado). En esta tesitura, la tasas de inflación y de desempleo podrían elevarse hasta un 6,5% y un 7,5%, respectivamente (véase cuadro 1).

Diferencias en los canales de transmisión que tienen en cuenta los modelos utilizados en la estimación de los efectos del *brexit*, así como la capacidad que estos tengan para considerar no solo los efectos directos, sino también los indirectos que surgen por retroalimentación, constituyen una fuente significativa de divergencia en los análisis disponibles. En general, los resultados tienden a ser más pesimistas cuando, además de los impactos que transcurren a través del canal comercial², se tienen en cuenta las consecuencias para la inversión y las implicaciones de menores entradas migratorias, que tienen efectos duraderos sobre la productividad. Para el escenario en el que el *brexit* se produce sin acuerdo entre las partes, los resultados del BoE están alineados con los de otros trabajos recientes, como los del Fondo Monetario Internacional (FMI)³ o los del Instituto Nacional de Investigación Económica y Social⁴, si bien resultan algo menos pesimistas que los anticipados por el Tesoro británico⁵ (véase cuadro 2).

Algunos de los trabajos disponibles extienden el análisis para calibrar el impacto que el *brexit* tendría sobre otras economías, con especial énfasis en la UE. Así, el FMI estimaba recientemente que las consecuencias, en términos de pérdidas del PIB, serían para la UE bastante más moderadas que para el Reino Unido, entre un 0,5% en el escenario más optimista en el que se estableciera en un futuro un acuerdo de libre comercio entre ambas zonas y un 1,5% si no se produjera tal acuerdo⁶. Por su parte, el impacto sobre la economía mundial sería aún menor, entre un -0,15% y un -0,3%, en función de la adversidad del escenario, según calculaba el mismo organismo en 2016⁷. En general, los estudios que han analizado de forma más desagregada los efectos del *brexit* en la UE coinciden en señalar la elevada heterogeneidad por países⁸ y por regiones⁹. Así, las regiones de Irlanda sufrirían un impacto similar al de las regiones del Reino Unido, mientras que las siguientes regiones más afectadas se encontrarían en Alemania, Holanda, Bélgica y Francia. España e Italia, por su parte, se encontrarían entre los países menos afectados (véanse gráficos 1 y 2).

En resumen, los análisis disponibles sugieren, sin ambigüedades, que la salida del Reino Unido de la UE tendría un impacto negativo, en términos de renta y de empleo, para ambas economías. No obstante, un acuerdo entre las partes que minimice la incertidumbre y garantice una transición ordenada hacia un nuevo modelo de relaciones comerciales sin barreras innecesarias conseguiría mitigar en buena parte dicho impacto. Esta es la hipótesis sobre la que descansan la mayoría de las predicciones de crecimiento

1 Véase Banco de Inglaterra (2018).

2 Véase Estrada et al. (2019).

3 Véase FMI (2018).

4 Véase NIESR (2018).

5 Véase UK Government (2018).

6 Véase FMI (2018).

7 Véase FMI (2016).

8 Véase FMI (2018).

9 Véase, por ejemplo, Chen et al. (2017).

disponibles hoy en día, incluidas las del BoE, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, la Comisión Europea o el FMI. Por el contrario, un proceso sin acuerdo y desordenado podría dar lugar a efectos negativos significativos tanto para el Reino Unido —como ilustra la estimación del BoE— como para la UE, si bien cabe señalar la elevada incertidumbre y la dificultad de calibrar con alguna precisión los posibles canales de transmisión. En este sentido, los planes de contingencia resultan

fundamentales para limitar posibles disrupciones con consecuencias potencialmente muy dañinas. En el sector financiero, los preparativos han sido intensos tanto en la UE como en el Reino Unido, por lo que la Comisión Europea considera que los riesgos en este sector vinculados a un escenario de salida sin acuerdo han disminuido significativamente. Por la parte británica, el BoE estima que el sistema financiero está suficientemente preparado como para absorber el impacto de una salida sin acuerdo.

Cuadro 1
ESTIMACIÓN DEL IMPACTO A MEDIO PLAZO DEL BREXIT. BANCO DE INGLATERRA (a)

	Acuerdo UE-Reino Unido		Sin acuerdo UE-Reino Unido	
	Relación cercana	Relación menos cercana	Disruptivo	Desordenado
PIB	+1,75%	-0,75%	-4,75%	-7,75%
Inflación	2,00%	2,00%	4,25%	6,50%
Desempleo	4,00%	4,00%	5,75%	7,50%
<i>Pro memoria: respecto a la situación preferéndum</i>				
PIB	-1,25%	-3,75%	-7,75%	-10,50%

Cuadro 2
ESTIMACIONES DEL IMPACTO SOBRE LA ECONOMÍA BRITÁNICA (PIB) REALIZADAS POR OTROS ORGANISMOS

	Fecha	Acuerdo	No acuerdo
BoE	Noviembre 2018	[+1,75%;-0,75%]	[-4,75%;-7,75%]
FMI	Noviembre 2018	[-2,6%;-3,9%]	[-5,2%;-7,8%]
NIESR	Diciembre 2018	[-2,8%;-3,9%]	-5,5%
Tesoro británico	Noviembre 2018	[-1,4%;-4,9%]	-7,7%

Gráfico 1
IMPACTO DEL BREXIT. ESCENARIO: ACUERDO DE LIBRE COMERCIO

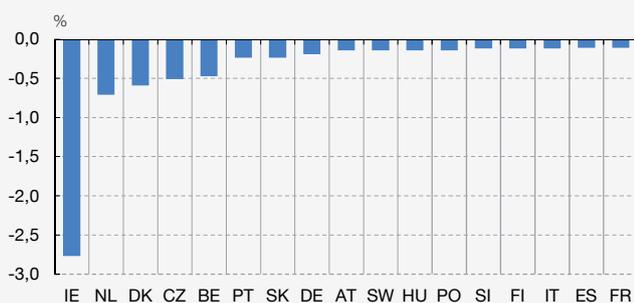
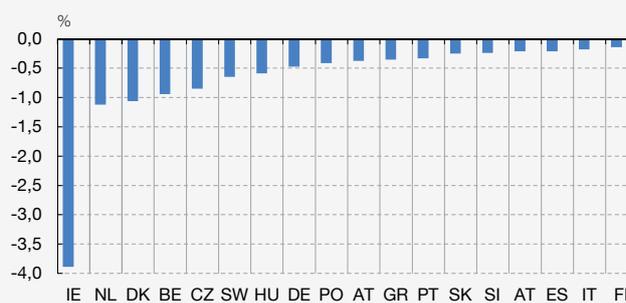


Gráfico 2
IMPACTO DEL BREXIT. ESCENARIO: REGLAS DE LA OMC



FUENTES: Banco de Inglaterra, Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Investigación Económica y Social (NIESR), y Tesoro británico.

a Las cifras expresan desviaciones porcentuales respecto al escenario previsto en el informe de inflación de noviembre de 2018, salvo indicación contraria.

Bibliografía

- BANCO DE INGLATERRA (2018). *EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability. A response to the House of Commons Treasury Committee*, noviembre.
- BUISÁN, A., D. LEARMONTH y M. SEBASTIÁ-BARRIEL (2006). «UK export performance by industry», *Quarterly Bulletin*, Q3, Banco de Inglaterra, pp. 308-316.
- CHEN *et al.* (2017). «The continental divide? Economic exposure to Brexit in regions and countries on both sides of The Channel», *Papers in Regional Science*.
- ESTRADA *et al.* (2019). *Assessing the Macroeconomic Impact of Brexit through Trade and Migration Channels*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.
- FMI (2016): *Macroeconomic implications of the United Kingdom leaving the European Union*, Selected Issues, art. IV, junio.
- (2018). *Brexit: Sectoral impact and policies*, UK Art. IV Consultation Selected Issues, noviembre.
- GOLDBERG, L., y C. TILLE (2009). *Micro, macro and strategic forces in international trade invoicing*, NBER Working Paper, n.º 15470.
- NIESR (2015). *Trade elasticities and the depreciation of sterling*, NIGEM Observations, n.º 9, octubre.
- (2018). *Economic Impact of the Withdrawal Agreement*, diciembre.
- SASTRE, T. (2016). «Ajuste competitivo y recuperación: la experiencia británica tras la depreciación de la libra», *Boletín Económico*, 6/2016, Banco de España.
- (2018). *The impact of Brexit on UK investment*, Documento Interno, Banco de España, septiembre.
- UK GOVERNEMENT (2018). *EU Exit: Long-Term Economic Analysis*, noviembre.

4 Exposición comercial y financiera de España al Reino Unido

(Este apartado ha sido elaborado por César Martín Machuca y Elvira Prades, del Departamento de Análisis de la Situación Económica.)

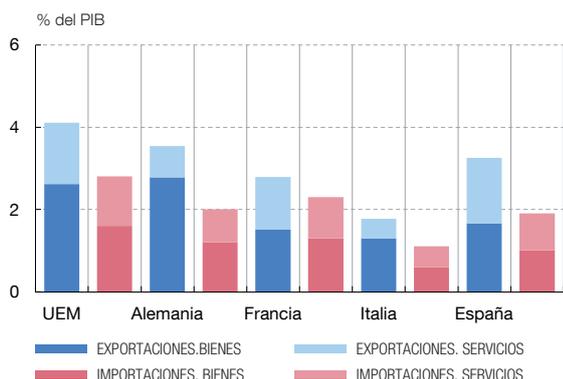
Este apartado revisa algunos elementos que determinan parte de los canales de transmisión de los efectos en nuestra economía de una eventual salida del Reino Unido de la UE. En primer lugar, se analiza la exposición comercial y financiera de la economía española a la británica, que es significativa, como en el caso del resto de las principales economías del área del euro. No obstante, existen algunos ámbitos concretos, principalmente el turismo receptor, la inversión directa de las empresas españolas en algunos sectores de la economía británica (entre los que destacan el financiero y el de las telecomunicaciones) y el mercado de segunda vivienda, en los que el grado de sensibilidad de nuestra economía a los desarrollos en el Reino Unido podría ser comparativamente elevado. En segundo lugar, se constata cómo ambas economías se han globalizado en los últimos años, lo que ha incrementado su participación en las denominadas «cadenas globales de valor». En particular, cuando se tiene en cuenta que parte de nuestras exportaciones de bienes intermedios a terceros países tienen como destino final el Reino Unido, el grado de exposición comercial aumenta, aunque no de forma dramática. En tercer lugar, se revisa la evolución reciente de la base exportadora al Reino Unido, constituida por alrededor del 6% de las empresas exportadoras españolas, que tienen a este país como uno de los destinos (en algunos casos, el único) para sus productos. El recuadro 2 analiza las características de estas empresas en términos de tamaño, diversificación y ratios de productividad. Finalmente, en el recuadro 3 se utiliza el modelo trimestral del Banco de España (MTBE) para estimar los posibles efectos macroeconómicos de la eventual salida del Reino Unido de la UE, dependiendo del tipo de escenario de salida (ordenada o desordenada), y con acuerdo comercial o sin él. En su conjunto, la evidencia analizada en este apartado sugiere —en línea con las conclusiones de otros estudios realizados por organismos internacionales— que los costes para la economía española de una eventual salida del Reino Unido de la UE serían probablemente moderados, aunque significativos en escenarios de salida desordenada.

4.1 Los datos agregados sobre la exposición comercial y financiera

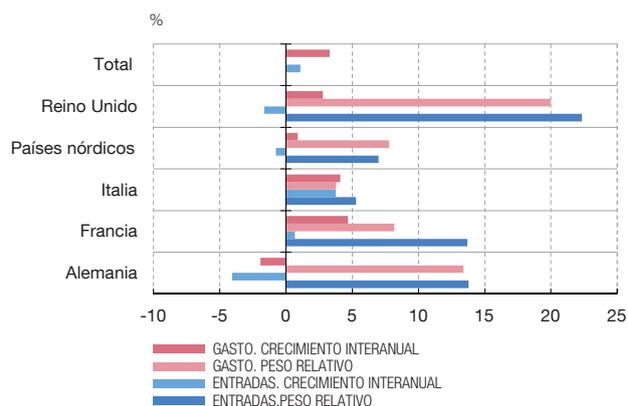
La exposición comercial y financiera de España al Reino Unido proporciona una aproximación inicial a los posibles focos de vulnerabilidad de nuestra economía frente al *brexit*. A escala agregada, la exposición de nuestro país es relativamente similar a la de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Así, en el terreno de los intercambios comerciales, las exportaciones españolas de bienes y de servicios dirigidas a la economía británica suponen el 3,3% del PIB (véase gráfico 5.1), porcentaje algo inferior a la exposición promedia de la zona del euro frente al Reino Unido, pero más elevado que los respectivos porcentajes de Francia e Italia. Por su parte, el peso en términos de PIB de las importaciones procedentes del Reino Unido, aproximadamente del 1,9%, es menor que el de las exportaciones; este porcentaje también resulta inferior que el del conjunto de la zona del euro, del 2,8%.

Cuando se considera el desglose entre bienes y servicios, se aprecia que la exposición española al Reino Unido supera a la de los principales socios de la UEM en el ámbito de los servicios (1,6% del PIB). En particular, en el caso del turismo, el Reino Unido constituye

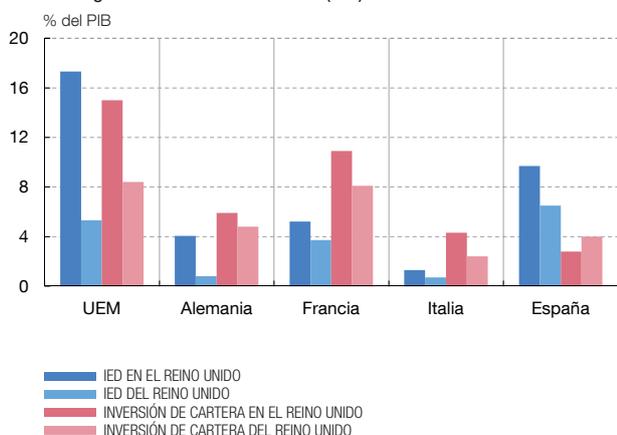
1 EXPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (2017)



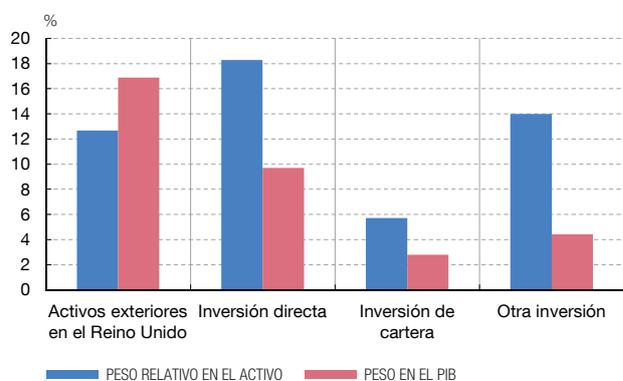
2 ENTRADAS Y GASTO TOTAL DE LOS TURISTAS EXTRANJEROS EN ESPAÑA POR NACIONALIDAD (2018)



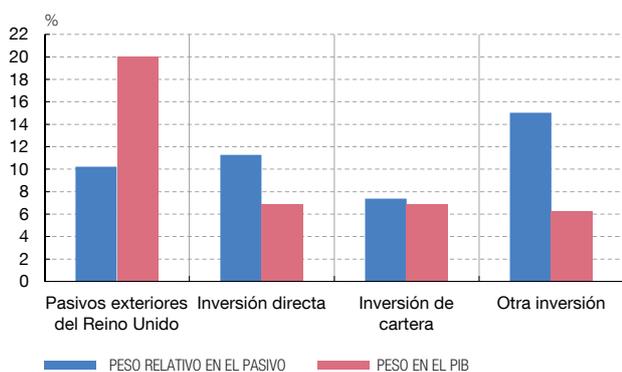
3 INVERSIÓN DIRECTA Y DE CARTERA CON EL REINO UNIDO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL. Datos según el criterio del inversor final (FMI)



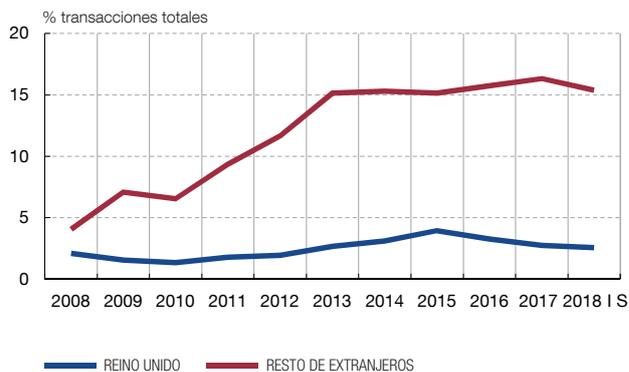
4 ACTIVOS EXTERIORES ESPAÑOLES EN EL REINO UNIDO. Datos de la PII del III TR 2018



5 PASIVOS EXTERIORES. Datos de la PII del III TR 2018



6 COMPRAS DE VIVIENDA SEGÚN NACIONALIDAD



FUENTES: Eurostat, Fondo Monetario Internacional, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España y Centro de Información Estadística del Notariado.

nuestro primer mercado emisor, lo que representa alrededor del 20 % de las entradas de turistas y del gasto total (véase gráfico 5.2). En 2018, aunque las entradas de turistas procedentes de dicho país disminuyeron cerca del 2 %, su gasto total aumentó alrededor del 3 %. Dentro de las exportaciones de servicios no turísticos, sobresalen los servicios de telecomunicaciones y

financieros, y, en menor medida, de transporte y empresariales, lo que refleja la implantación de multinacionales españolas en el mercado británico.

En cuanto a las exportaciones de bienes, el Reino Unido es nuestro quinto socio comercial, que representa cerca del 7 % del total, de acuerdo con los datos de Aduanas. Las ventas a la economía británica se concentran principalmente en bienes de consumo e intermedios. Entre las ramas con un mayor grado de exposición, destacan, dentro del grupo de bienes de consumo, los automóviles y los alimentos, y las bebidas y el tabaco (el 11 % y el 9 % del total de ambas rúbricas, respectivamente). El grado de exposición al Reino Unido también es reseñable en algunas partidas de los bienes de capital, concretamente en el material de transporte (el 13 % del total).

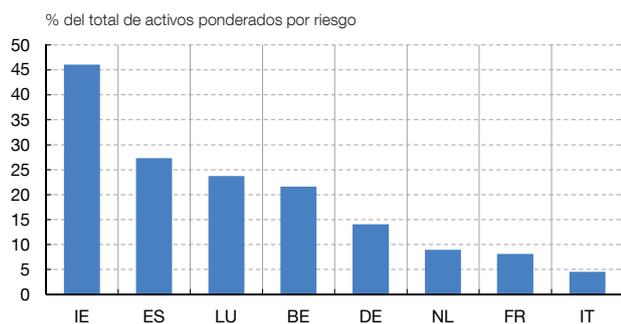
Por el lado financiero, la exposición de España al Reino Unido, aunque relevante, es, como en el caso del comercio, también algo inferior a la del promedio del área del euro, con la excepción de las inversiones directas (véase gráfico 5.3). Según los últimos datos disponibles de la posición de inversión internacional (PII), correspondientes a septiembre de 2018, los activos y los pasivos exteriores españoles frente al Reino Unido ascendieron al 17 % y al 20 % del PIB, respectivamente¹⁵ (véanse gráficos 5.4 y 5.5). En consecuencia, nuestro país mantiene una PII deudora neta con el Reino Unido del 3 % del PIB. Atendiendo al tipo de moneda, la mayor parte del activo y, sobre todo, del pasivo está denominada en euros, siendo la posición neta en libras ligeramente acreedora.

Entre los activos de España en el Reino Unido, sobresalen las inversiones directas (cerca del 10 % del PIB). En concreto, ese país constituye el primer destino de nuestra inversión extranjera directa (IED), seguido por Estados Unidos y Brasil. La IED española se concentra en los sectores financieros y de telecomunicaciones. Las otras inversiones (esto es, depósitos, préstamos y *repos*, fundamentalmente) superan el 4 % del PIB, lo que refleja, en gran medida, las inversiones de las entidades financieras españolas en el sistema bancario británico, materializadas en depósitos y otros instrumentos de deuda. Las inversiones en títulos de inversión de cartera son más reducidas y se concentran en la renta fija.

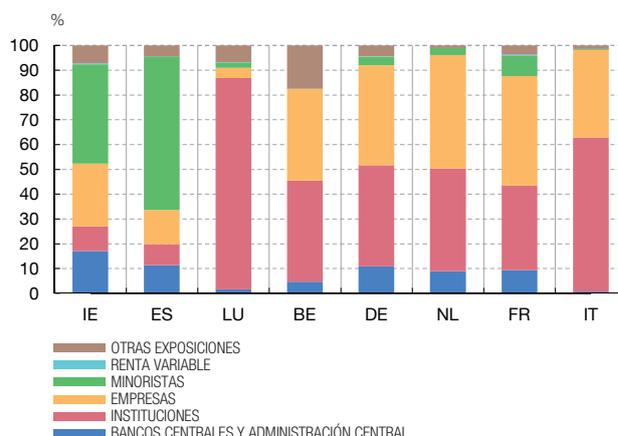
En cuanto al pasivo, las inversiones británicas en España están menos concentradas por tipo de instrumentos que en el caso de los activos. La inversión de cartera, materializada preferentemente en renta fija, asciende al 4 % del PIB, de acuerdo con el criterio de inversor final proporcionado por la Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) que realiza el FMI. La otra inversión tiene una magnitud relevante (el 6 % del PIB, pero en este caso de acuerdo con el criterio de primera contrapartida), en consonancia con la importancia de Londres como centro financiero internacional. Finalmente, según los datos de la Coordinated Direct Investment Survey (CDIS) del FMI, la presencia del Reino Unido en el capital de las empresas españolas alcanza el 7 % del PIB, con un peso destacado de la industria tabaquera y de las telecomunicaciones. Al margen de los activos financieros, las inversiones inmobiliarias británicas en España

¹⁵ En este punto, resulta necesario señalar que algunos pasivos se contabilizan según la primera contrapartida conocida, que no tiene por qué coincidir con el país del tenedor final de los mismos, por lo que esta cifra puede diferir de la real.

1 EXPOSICIÓN CREDITICIA POR PAÍS



2 COMPOSICIÓN DE LA EXPOSICIÓN CREDITICIA



FUENTES: Actividad Bancaria Europea, resultados del ejercicio de transparencia de la Unión Europea, primer semestre de 2018.

a Valor de exposición pos-CCF (factor de conversión de crédito) y CRM (reducción del riesgo de crédito). No incluye titulizaciones.

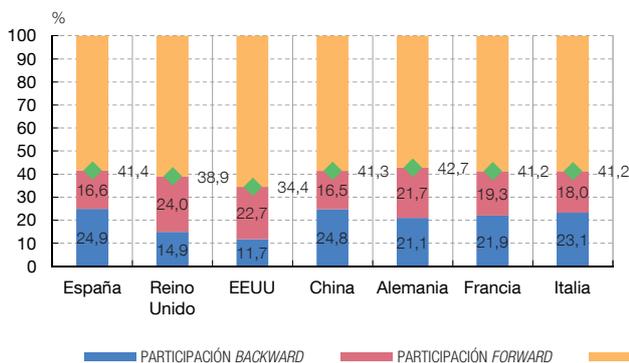
(véase gráfico 5.6) tienen cierta importancia [cerca del 3% del total de las transacciones, según los datos del Centro de Información Estadística del Notariado (CIEN)], sobre todo en zonas geográficas donde la segunda residencia tiene un peso significativo (en particular, la costa mediterránea y los archipiélagos canario y balear), en las que ese porcentaje es superior. La evolución más reciente muestra un paulatino descenso de la importancia relativa de las inversiones inmobiliarias británicas, en un contexto de recuperación de las transacciones totales.

En el caso particular del sistema bancario, la exposición crediticia de las entidades españolas al Reino Unido solo es superada por la de los bancos irlandeses, y se encuentra muy por encima de la que presenta la banca de países como Alemania, Francia o Italia (véase gráfico 6.1). Esta elevada exposición está, además, muy concentrada en un pequeño grupo de entidades, cuya implantación en el mercado británico se ha materializado principalmente en forma de filiales, que son, a todos los efectos, financieramente independientes de la matriz. De este modo, la predominancia de un modelo de filiales frente al de sucursales supone una importante línea de defensa ante escenarios adversos, pues debería permitir limitar el riesgo de contagio a la matriz de eventuales problemas en el mercado británico. También es importante reseñar que la mayor parte de la exposición crediticia de las entidades españolas en el Reino Unido se concentra en la banca minorista (véase gráfico 6.2). En este sentido, el principal riesgo para esta cartera no procedería tanto de potenciales turbulencias financieras que se pudieran producir en el momento de la salida del país de la UE, como del eventual deterioro macroeconómico que condujera a una elevación significativa de las ratios de morosidad en el medio plazo.

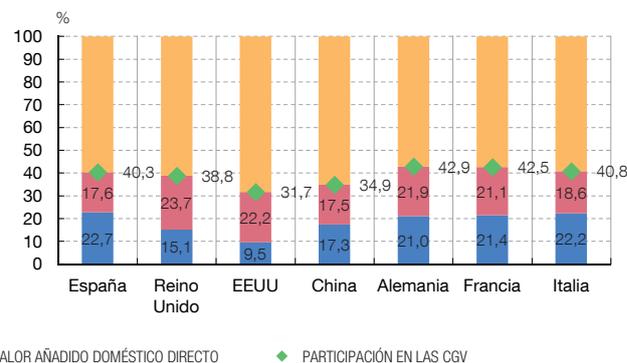
4.2 El papel de las cadenas de valor

En las últimas décadas, el comercio mundial ha descansado de forma creciente en la especialización vertical y en la fragmentación internacional de los procesos productivos, como

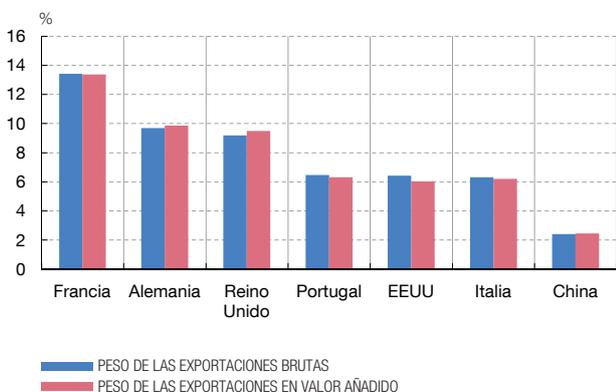
1 PARTICIPACIÓN BACKWARD Y FORWARD DE LAS EXPORTACIONES EN 2007



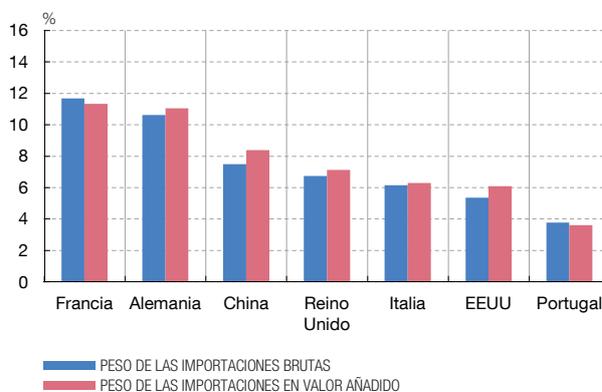
2 PARTICIPACIÓN BACKWARD Y FORWARD DE LAS EXPORTACIONES EN 2015



3 ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS POR DESTINO



4 ESTRUCTURA DE LAS IMPORTACIONES ESPAÑOLAS POR ORIGEN



FUENTES: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, y Trade in Value Added (diciembre de 2018).

parte del contexto general de globalización de las economías. Así, en la actualidad, las empresas distribuyen entre un conjunto de países las distintas fases de su actividad productiva, desde el diseño del producto hasta la fabricación de las piezas, su ensamblaje, comercialización y servicios posventa, lo que configura las denominadas «cadenas globales de valor».

El predominio de las cadenas globales de valor constituye una complicación adicional a la hora de evaluar los efectos de *shocks* al comercio internacional de bienes y de servicios. Eso es así porque, como consecuencia de su extensión creciente, los flujos comerciales en términos brutos han aumentado sustancialmente por encima de lo que lo han hecho en términos de valor añadido. De este modo, los cálculos tradicionales de la estructura exportadora de una economía —que no descuentan el valor de los bienes intermedios importados— pueden discrepar en gran medida de los obtenidos usando valores añadidos, más relevantes a la hora de evaluar los canales comerciales de transmisión. Esta divergencia surge, en primer lugar, por el aumento del peso de los insumos importados en las exportaciones (esto es, su contenido importador). Además, a la hora de calcular exposiciones comerciales bilaterales, resulta necesario tener en cuenta que parte de las exportaciones de bienes intermedios de un país A a otro país B, tras

alguna transformación, tendrán como destino final terceros países, y que exportaciones de insumos de A a terceros países tendrán como destino final el país B.

Las tablas *input-output* globales permiten desglosar las exportaciones brutas en sus diferentes componentes de valor añadido —doméstico (VAD) y foráneo (VAF)—, y analizar la evolución de la participación de una economía en las cadenas globales de valor como suma de ambos componentes en proporción al valor de sus exportaciones brutas. De acuerdo con la información más reciente de la base de datos TIVA (Trade in Value Added) de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, correspondiente a diciembre de 2018, las empresas españolas y del Reino Unido no han sido ajenas a la tendencia de especialización vertical e internacionalización de la producción, y han aumentado de forma significativa su participación en dichas cadenas globales en el conjunto del período 2000-2015. En los últimos años, la participación de España habría pasado del 38,6% en 2005 al 40,3% en 2014, aumento liderado por un mayor peso del VAD de los bienes o de los servicios que, tras ser exportados, serán posteriormente reexportados a un tercer país. Por su parte, el Reino Unido habría aumentado su participación en 2,5 puntos porcentuales (pp), hasta el 38,7%, durante este mismo período, con una contribución similar de ambos componentes (véanse gráficos 7.1 y 7.2).

En el ámbito del comercio bilateral, las exportaciones al Reino Unido medidas en términos de valor añadido representan alrededor del 10% del total, unos 0,4 pp por encima del cálculo en términos brutos (véanse gráficos 7.3 y 7.4). El hecho de que parte del valor añadido generado en España llega de forma indirecta a Reino Unido a través del comercio con terceros países constituye un canal de amplificación del impacto de una menor demanda final de esta economía como consecuencia de su salida de la UE. En cuanto a las importaciones, España es el quinto socio comercial del Reino Unido. En este caso, el peso de las importaciones provenientes del Reino Unido en términos de valor añadido resulta algo menor que en términos brutos, lo que sugiere que parte de los bienes intermedios importados tendrían como destino final un tercer país. Por sectores, destacan el comercio al por mayor, la fabricación de vehículos de motor y la agricultura como potencialmente más vulnerables.

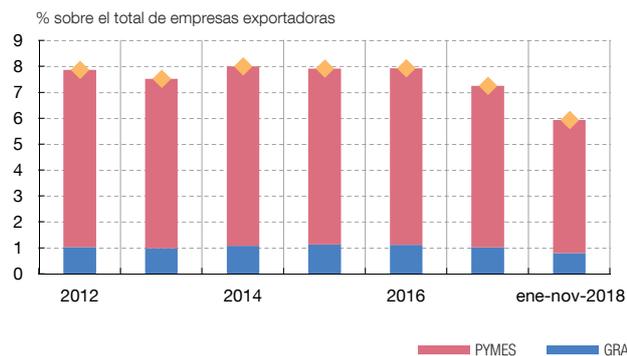
4.3 Evolución reciente de la base exportadora al Reino Unido

El Reino Unido es un mercado significativo para las empresas españolas. Las compañías que exportan bienes a la economía británica —la base exportadora al Reino Unido— representan alrededor del 6% del número total de los exportadores y el 14% del de los exportadores regulares¹⁶, según los últimos datos del Instituto de Comercio Exterior (ICEX), correspondientes a noviembre de 2018 (véanse gráficos 8.1 y 8.2). Sin embargo, la fracción de estas empresas que tienen al Reino Unido como único mercado internacional —que, por tanto, serían en principio las más vulnerables al *brexit*— es mucho más reducida, alrededor de una cuarta parte de las anteriores. Con datos de 2017, los últimos disponibles para este tipo de desagregación, la mayor parte de estas empresas son pymes¹⁷, por encima del 85% del número tanto de los

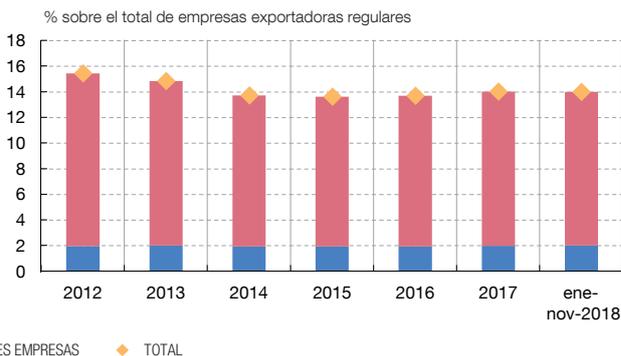
¹⁶ Empresas que exportan por, al menos, cuatro años consecutivos.

¹⁷ En este trabajo, cuando se emplean datos del ICEX, se asimilan a la categoría de pyme las empresas cuyo valor exportado se sitúa por debajo de un millón de euros.

1 EMPRESAS QUE EXPORTAN AL REINO UNIDO



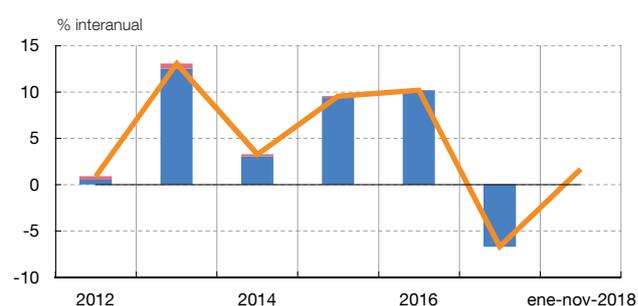
2 EMPRESAS QUE EXPORTAN REGULARMENTE AL REINO UNIDO



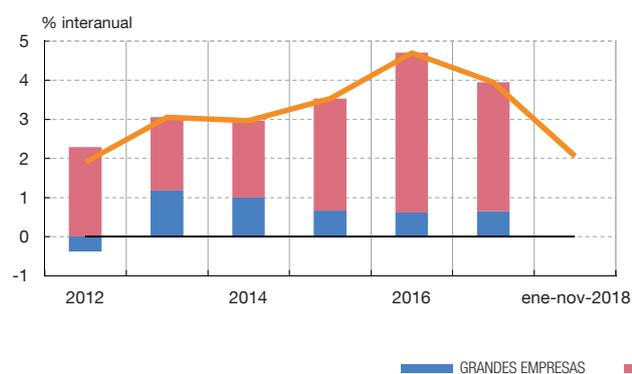
3 NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS



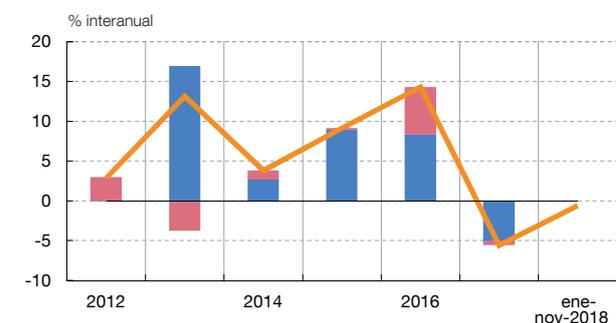
4 VALOR EXPORTADO. TOTAL DE EMPRESAS EXPORTADORAS



5 NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS REGULARES



6 VALOR EXPORTADO DE EMPRESAS EXPORTADORAS REGULARES



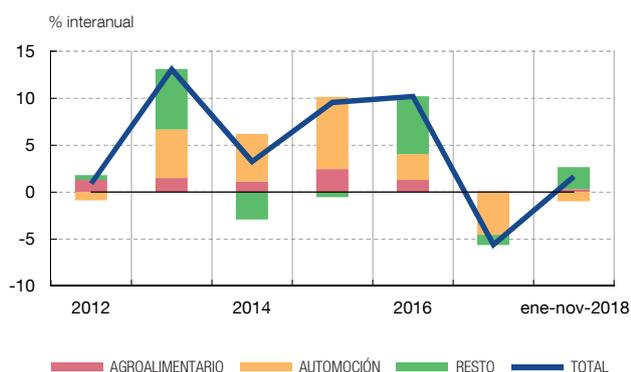
FUENTE: Banco de España e Instituto de Comercio Exterior.

exportadores totales como de los regulares. A pesar de ello, las grandes empresas acumulan en torno al 90% del volumen de las exportaciones a ese mercado¹⁸.

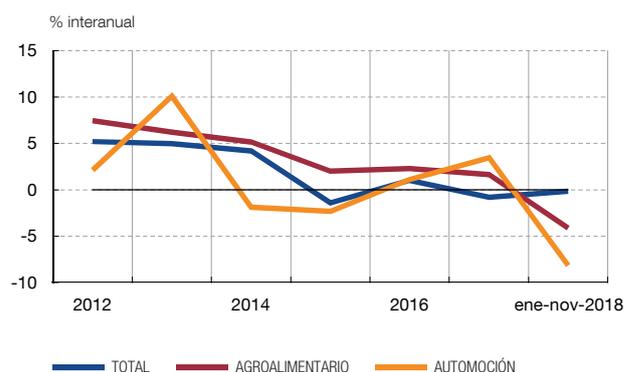
Según los datos del ICEX, la base exportadora al Reino Unido —que se había incrementado en torno a un 14% entre 2011 y 2017— se contrajo en los once primeros meses de 2018, con una caída acumulada de alrededor del 1% (véase gráfico 8.3). El descenso se

¹⁸ Esta elevada concentración constituye un rasgo estilizado de la evidencia empírica internacional y refleja, en parte, la menor tasa de supervivencia de las pymes en la actividad exportadora en relación con las grandes empresas [véase Galán y Martín (2012)].

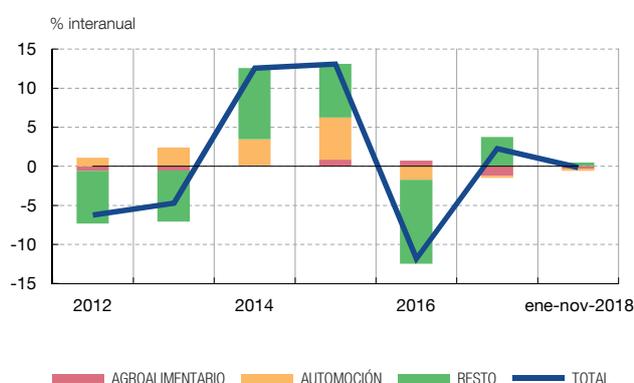
1 EXPORTACIONES POR SECTORES



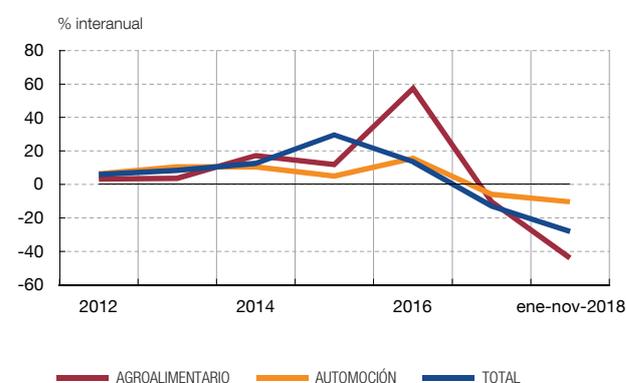
2 NÚMERO DE EMPRESAS EXPORTADORAS POR SECTORES



3 IMPORTACIONES POR SECTORES



4 NÚMERO DE EMPRESAS IMPORTADORAS



FUENTES: Banco de España e Instituto de Comercio Exterior.

concentró en los exportadores no regulares, ya que —a pesar de la incertidumbre generada por el *brexit*— prosiguió la ampliación del número de empresas que exportan de forma regular al Reino Unido, si bien con menor dinamismo que en años anteriores (véase gráfico 8.5). En términos de valor, las exportaciones de bienes al Reino Unido —que habían venido aumentando de manera muy dinámica desde 2011— crecieron cerca del 2% entre enero y noviembre de 2018, tras la caída del 6% registrada en 2017 por el comportamiento desfavorable de las ventas de las grandes empresas exportadoras regulares en un contexto de depreciación de la libra frente al euro (véanse gráficos 9.4 y 9.6).

Por sectores, sobresalen por su importancia el agroalimentario y la automoción, que acumulan alrededor del 50% de las exportaciones. De hecho, una gran parte de la caída de las ventas a la economía británica en 2017 se concentró en los productos de automoción, que habían venido aumentando de manera sostenida hasta 2016 (véanse gráficos 9.1 y 9.2). El comportamiento desfavorable de las exportaciones de este sector se extendió en 2018, período en el que disminuyó significativamente el número de exportadores, en contraste con la expansión de años anteriores. Estos desarrollos han tenido lugar en un contexto de debilidad

de la demanda británica de automóviles y de elevada incertidumbre por las consecuencias del *brexit* sobre la industria automovilística en el Reino Unido. La base exportadora de productos agroalimentarios también se redujo a lo largo de 2018 de forma más intensa que el número total.

La información que proporciona el ICEX para las empresas importadoras de bienes es mucho menos detallada. Las importaciones nominales procedentes del Reino Unido muestran una tónica de debilidad desde 2016, año en el que cayeron sensiblemente como resultado del fuerte ajuste de los precios del petróleo. Por su parte, el número de importadores del Reino Unido (que en 2017 supusieron cerca del 10 % del número total de las empresas importadoras) aumentó un 65 % entre 2011 y 2017, tasa muy superior a la registrada por los exportadores, con un comportamiento muy destacado de las empresas agroalimentarias (véanse gráficos 9.3 y 9.4). Sin embargo, desde el último año, la base importadora a la economía británica se ha reducido de forma acusada, con un descenso del 28 % en la tasa interanual entre enero y noviembre de 2018.

CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS QUE COMERCIAN CON EL REINO UNIDO

RECUADRO 2

(Este recuadro ha sido elaborado por César Martín Machuca, del Departamento de Análisis de la Situación Económica.)

La vulnerabilidad del tejido productivo español frente al *brexit* depende en buena medida de las características específicas de las empresas que realizan intercambios comerciales con el Reino Unido, que pueden no coincidir con las de aquellas que los efectúan principalmente con otras economías. Desafortunadamente, existen pocos datos recientes al respecto, y la última información disponible corresponde a 2012, fecha en la que se produjo un cambio en el sistema de recogida de información de la balanza de pagos. Este recuadro describe los principales resultados en dicho año que se derivan del uso de microdatos obtenidos a partir del cruce de la información de la balanza de pagos sobre empresas activas en el comercio exterior de bienes y de la Central de Balances.

Con las cautelas necesarias, la información disponible sugiere que las empresas que comercian con el Reino Unido son, comparativamente, más grandes y más productivas (en términos de valor añadido por empleado), incluidas las pertenecientes a los sectores agroalimentario y de automoción (véanse gráficos 1 y 2), lo que podría contribuir a amortiguar, al menos parcialmente, el impacto potencial negativo del *brexit*. Por su parte, aquellas que solo intercambian bienes con la economía británica¹ muestran tamaños y niveles de productividad menores que las que también están presentes en otros países (véase gráfico 3), lo que sería coherente con la evidencia empírica de que las compañías de mayor escala están en mejores condiciones de afrontar los costes asociados a estar presentes en distintos mercados.

Además, la exposición comercial de las empresas que intercambian con el Reino Unido resulta, en líneas generales, más reducida que aquellas frente a las principales economías de la Unión Económica y Monetaria. El peso relativo de este país dentro de las ventas (compras) totales al exterior de las empresas era en 2012 menor que el de las transacciones destinadas a Francia, Alemania e Italia (véase gráfico 4). Asimismo, el grado de diversificación geográfica (aproximado por el número de mercados por empresa) de las empresas presentes en la economía británica es más elevado (véase gráfico 5). Por otra parte, el porcentaje que representaban las exportaciones a la economía británica sobre la cifra total de negocio también era más reducido (véase gráfico 6), mientras que, por el lado de las compras, resulta similar al de las empresas que importan de Francia y de Alemania. Finalmente, cuando se analizan las empresas que solo intercambian bienes con el Reino Unido, el peso relativo de las exportaciones sobre la cifra de negocio es sensiblemente más reducido que para los otros países analizados. En la vertiente importadora, esta exposición se eleva notablemente, lo que podría señalar riesgos potenciales ante un eventual acuerdo de comercio más restrictivo tras el *brexit*, en la medida en que dichas importaciones correspondieran a productos cuya sustitución es difícil o costosa.

¹ De acuerdo con los microdatos de transacciones con el exterior, los sectores en los que podría haber un mayor porcentaje de empresas que solo intercambian con el Reino Unido corresponderían principalmente, en la vertiente exportadora, a maquinaria y otros bienes de equipo, productos agroalimentarios y automoción; y, por el lado de las importaciones, a maquinaria y bienes de equipo, automoción y manufacturas diversas.

Gráfico 1
CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS QUE INTERCAMBIAN CON EL REINO UNIDO

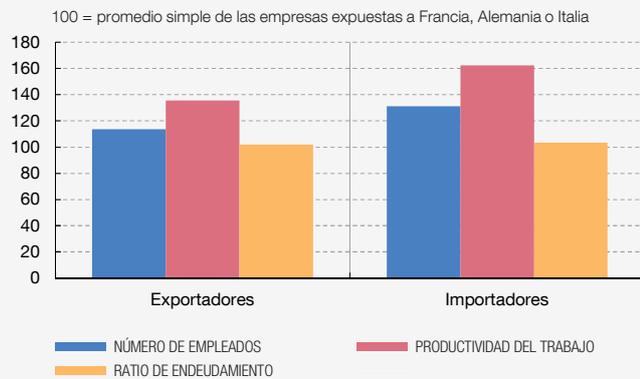


Gráfico 2
CARACTERÍSTICAS DE LOS EXPORTADORES AGROALIMENTARIOS Y DE AUTOMÓVILES AL REINO UNIDO

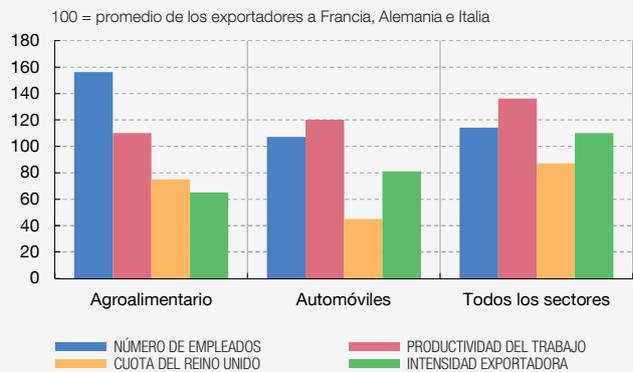


Gráfico 3
CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS QUE EXPORTAN SOLO A REINO UNIDO, FRENTE A AQUELLAS EXPUESTAS A MÁS MERCADOS

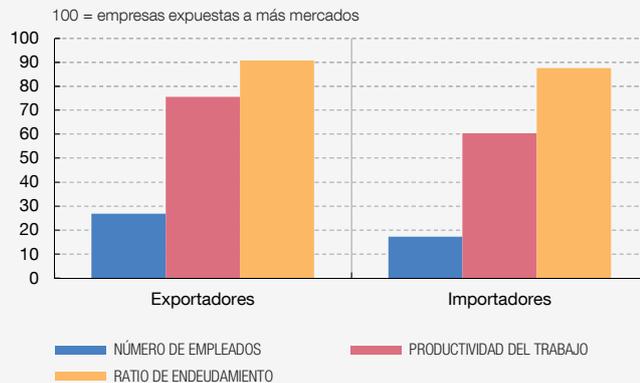


Gráfico 4
CUOTA MEDIA DE CADA MERCADO

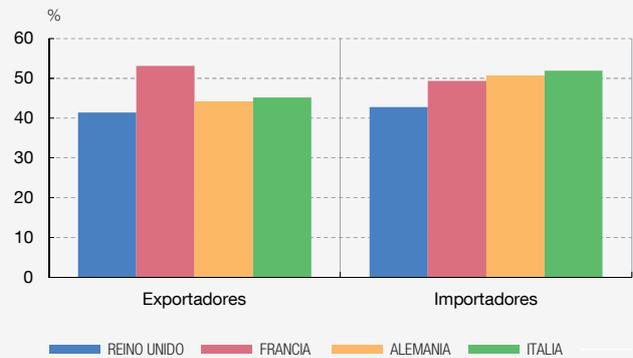


Gráfico 5
DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS ESPAÑOLAS

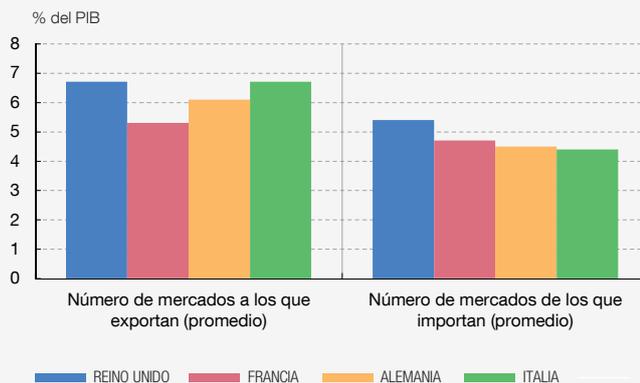
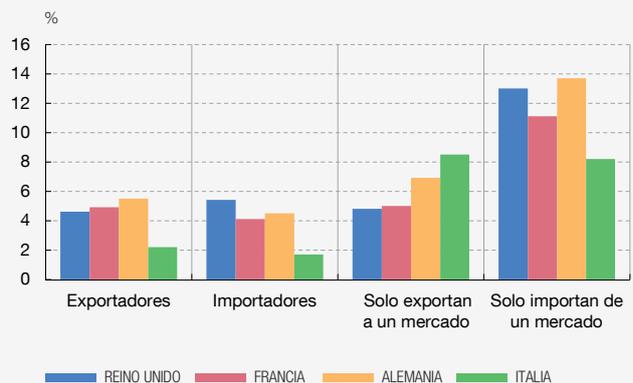


Gráfico 6
INTENSIDAD EXPORTADORA/IMPORTADORA (a)



FUENTE: Central de Balances del Banco de España y registros mercantiles.

a Definida como el cociente entre exportaciones (importaciones) y cifra de negocio.

(Este recuadro ha sido elaborado por Samuel Hurtado, del Departamento de Análisis de la Situación Económica.)

En este recuadro se estiman, a partir del modelo trimestral del Banco de España (MTBE)¹, los posibles efectos de la salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) en la economía española. El MTBE es un modelo macroeconómico de gran escala que se utiliza regularmente en el Banco de España tanto en el proceso de elaboración de las previsiones de medio plazo de la economía española como para generar diversos escenarios macroeconómicos (simulaciones de medidas de política económica, escenarios hipotéticos de riesgo, etc.).

El ejercicio realizado parte de un conjunto de supuestos sobre el comportamiento de la demanda mundial, el tipo de cambio y los precios exteriores, en cada uno de los tres escenarios de *brexít* que se contemplaban en el estudio realizado en 2018 por el Banco de Inglaterra en respuesta al Comité del Tesoro de la Cámara de los Comunes del Parlamento británico (véase recuadro 1):

- a) Un primer escenario de salida ordenada, incluido el período transitorio previsto en el actual acuerdo (aún no ratificado), en el que la relación comercial futura entre el Reino Unido y la UE se basa en un tratado comercial al modo del que mantiene esta última con Canadá desde la firma del Acuerdo Económico y Comercial Global (CETA, por sus siglas en inglés) en 2016.
- b) Un segundo escenario también de salida ordenada, pero en el que no se alcanza un acuerdo comercial específico, de modo que las relaciones comerciales entre la UE y el Reino Unido pasan a gobernarse por las reglas generales de la Organización Mundial del Comercio, con el consiguiente establecimiento de barreras arancelarias y no arancelarias.
- c) Un último escenario en el que, además de no alcanzarse un acuerdo, la salida se produce de forma desordenada, lo que da lugar a interrupciones de las cadenas productivas e inestabilidad financiera.

En los tres escenarios considerados, el PIB británico se contraería, respectivamente, un 0,75 %, un 4,75 % y un 7,75 % en términos acumulados, siguiendo las estimaciones del propio Banco de Inglaterra. En dichos cálculos, el primer escenario implicaría una apreciación de la libra esterlina del 2 % respecto a su valoración actual, mientras que el segundo y el tercero conllevarían depreciaciones del 15 % y el 25 %, respectivamente. Por último, se añade en las simulaciones un *shock* al crecimiento del resto del área del euro, apropiadamente calibrado para cada uno de los casos, con el objetivo de tener en cuenta no solo las repercusiones directas que surgen de la relación comercial bilateral entre España y el Reino Unido, sino también el impacto indirecto sobre nuestra

economía a través de los efectos contractivos que el *brexít* tendría sobre el resto de las economías del área del euro².

El cuadro 1 resume los resultados del ejercicio. Un *brexít* con acuerdo comercial reduciría el nivel del PIB español en tan solo 0,02 puntos porcentuales (pp) al cabo de cinco años, un efecto muy reducido porque la apreciación de la libra mitigaría, en parte, los efectos de la reducción de la demanda británica, en términos reales. Por su parte, un *brexít* sin acuerdo reduciría el nivel del PIB español en 0,5 pp, también en cinco años, si sucede de forma ordenada, y algo más de 0,8 pp si lo hace de forma desordenada. De acuerdo con las simulaciones, en el peor de los casos considerados, el crecimiento medio anual del PIB se reduciría entre una y dos décimas. Como se observa en el gráfico 1, en los escenarios de *brexít* sin acuerdo, aproximadamente un 70 % del efecto total sobre nuestro PIB correspondería a las consecuencias directas que el *brexít* tendría en el comercio bilateral con el Reino Unido, mientras que el resto vendría explicado por su efecto en el resto de nuestros socios comerciales de la UE. Conviene señalar también, finalmente, que los casos en los que no se alcanza un acuerdo comercial dan lugar a caídas de la actividad no solo mayores, sino también más rápidas, de modo que en el tercer año se habría producido ya más del 80 % del efecto total, frente a aproximadamente el 60 % en el caso de que la salida viniera acompañada de un acuerdo comercial entre ambas áreas.

En términos de los componentes del PIB, el mayor efecto se encontraría, como es de esperar, en las exportaciones, con un impacto acumulado que podría alcanzar alrededor de -2,6 pp. El efecto sobre las importaciones sería también de una reducción significativa de las mismas, ya que el abaratamiento relativo de los bienes importados por la apreciación del euro frente a la libra se vería más que compensado por el impacto que tendría sobre las importaciones la reducción de la demanda, en términos reales, por parte del Reino Unido. De igual forma, en el caso de la inflación, pese a que la apreciación del euro (y la imposición de aranceles, en los casos en los que no se produce acuerdo comercial) encarece las importaciones, los efectos desinflationarios por la reducción de la demanda terminan dominando a escala agregada. En términos de las distintas partidas de demanda nacional, el efecto sobre la inversión podría resultar sustancial, mientras que sería más moderado en el caso del consumo. La reducción del nivel de empleo sería similar a la observada en el PIB, con pérdidas acumuladas de hasta 0,8 pp.

Los resultados de este ejercicio han de tomarse necesariamente con cautela por varios motivos. En primer lugar, los supuestos de partida de las simulaciones descansan de forma crucial en

1 Véase A. Arencibia, S. Hurtado, M. de Luis y E. Ortega (2017), *New Version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documento Ocasional, n.º 1709, Banco de España.

2 Sin embargo, el ejercicio no se extiende a los países no pertenecientes al área del euro, para los que no se impone ningún *shock*.

los efectos estimados para el propio Reino Unido. Aunque se ha optado por utilizar a este respecto las estimaciones del Banco de Inglaterra, es importante notar el elevado grado de incertidumbre que rodea la calibración de algunos elementos básicos del ejercicio, como, por ejemplo, la reacción del tipo de cambio de la libra en los tres escenarios considerados. Además, el modelo utilizado en las simulaciones —en el que dominan los canales de demanda, sobre todo, a corto plazo— presenta algunas carencias que pueden resultar particularmente relevantes en el contexto específico analizado. Así, por ejemplo, los canales financieros y de confianza —que constituyen potenciales amplificadores de los efectos— no están desarrollados con el suficiente detalle. Por el lado de potenciales elementos mitigantes, las simulaciones no tienen en cuenta tampoco la probable acción compensatoria de las políticas monetaria, fiscal y macroprudencial —que el modelo considera exógenas—, ni incorpora las medidas de contingencia que los Gobiernos han adoptado para aminorar los costes de escenarios muy adversos de salida sin acuerdo. Finalmente, el modelo obvia

también algunas consideraciones relevantes a la hora de evaluar los efectos a más largo plazo, como son las consecuencias de una menor apertura comercial sobre la productividad y el crecimiento potencial del Reino Unido y la propia UE. Con todo, los efectos reportados en el cuadro 1 resultan ser algo superiores a los calculados en 2018 por el Fondo Monetario Internacional³ (véase recuadro 1), principalmente porque —siguiendo las estimaciones más recientes del Banco de Inglaterra— el ejercicio presentado aquí incorpora supuestos más negativos sobre el comportamiento de la economía británica.

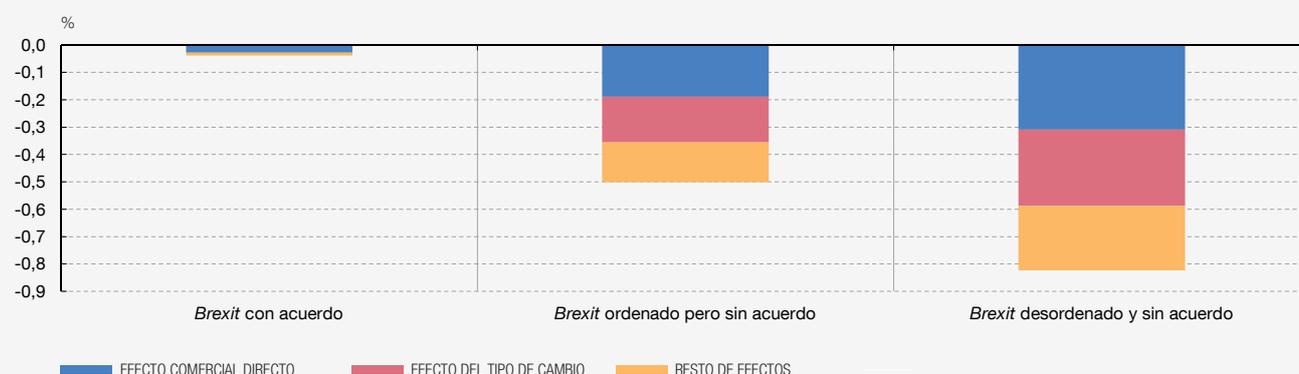
En su conjunto, los resultados sugieren que los costes para la economía española de una eventual salida del Reino Unido de la UE podrían ser significativos, dependiendo del escenario que finalmente se materialice, pero, probablemente, no desmesurados.

3 Véase *Euro Area Policies: Selected Issues*, Fondo Monetario Internacional, julio de 2018.

Cuadro 1
EFECTOS DEL *BREXIT* SEGÚN EL MTBE. IMPACTO ACUMULADO AL CABO DE CINCO AÑOS

Puntos porcentuales de cada componente	<i>Brexit</i> con acuerdo comercial	<i>Brexit</i> ordenado pero sin acuerdo	<i>Brexit</i> desordenado y sin acuerdo
PIB	-0,02	-0,50	-0,82
Consumo	-0,01	-0,24	-0,40
Inversión	-0,04	-0,70	-1,15
Exportaciones	-0,09	-1,62	-2,65
Importaciones	-0,08	-1,09	-1,78
Empleo	-0,02	-0,47	-0,77
Precios	-0,01	-0,29	-0,47

Gráfico 1
DESCOMPOSICIÓN DEL EFECTO ACUMULADO SOBRE EL PIB AL CABO DE CINCO AÑOS



FUENTE: Modelo trimestral del Banco de España (MTBE).

5 Medidas de contingencia en el sector financiero

(Este apartado ha sido elaborado por Paloma Marín y Susana Moreno, del Departamento de Relaciones Internacionales y Europeas.)

El Reino Unido pasará, en el momento de su salida de la UE, a ser un país tercero a efectos del resto de los países del área, por lo que todos los interesados deberán haber adoptado para entonces las medidas de preparación necesarias para adaptarse a la nueva situación, teniendo en cuenta cualquier posible eventualidad, incluida la de una salida sin acuerdo y, por tanto, sin un período transitorio que permita una adaptación paulatina. Se trata de una responsabilidad compartida, que incumbe tanto a las autoridades públicas —nacionales y de la UE— como también a los operadores económicos y demás agentes privados. Sin embargo, la necesidad de adoptar medidas de contingencia de carácter público se ha hecho más evidente en los últimos meses, al constatarse que las iniciativas privadas podrían no ser suficientes en un escenario abrupto de *brexit* sin acuerdo.

En el ámbito de la UE, la Comisión Europea ha adoptado un número limitado de medidas de contingencia para paliar perturbaciones significativas en ámbitos específicos, estrictamente definidos por considerarse necesaria una actuación pública en Europa¹⁹. Además, la Comisión trabaja con las agencias europeas y los Estados miembros con el objetivo de coordinar las medidas que se adopten, y de garantizar que los preparativos de contingencia son coherentes dentro de la UE y conformes a una serie de principios generales enunciados por la propia Comisión. En particular, las medidas de contingencia no deben reproducir las ventajas de la pertenencia a la UE ni las condiciones contempladas en el acuerdo de salida, deben tener un carácter temporal y no poner remedio a retrasos que podrían haberse evitado mediante las medidas de preparación y de actuación oportunas de las partes interesadas.

En el ámbito de los servicios financieros, la Comisión Europea ha señalado recientemente que los riesgos vinculados a un escenario sin acuerdo han disminuido de manera significativa gracias a la transferencia de actividades desde el Reino Unido y a la creación de capacidades en otros Estados miembros de la UE. Así, la Comisión solo ha estimado necesario adoptar medidas de contingencia para afrontar los riesgos para la estabilidad financiera relacionados principalmente con los mercados de derivados²⁰, dejando así a los Estados miembros la responsabilidad de adoptar medidas en otros ámbitos del sector financiero, en atención al menor alcance de las repercusiones negativas sobre la UE en su conjunto. Además, las agencias europeas (ESMA, EBA, EIOPA y SRB) y del Reino Unido se encuentran inmersas en el

¹⁹ Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo, al Comité de las Regiones y al Banco Europeo de Inversiones de 13 de noviembre de 2018: «Preparación de la retirada del Reino Unido de la UE el 30 de marzo de 2019: plan de acción de contingencia» [COM (2018) 880 final].

²⁰ En concreto, la Comisión ha adoptado ambas decisiones de equivalencia temporales en relación con las centrales de contrapartida (ECC) y los servicios de depositarios centrales (DCV), y ha elaborado dos reglamentos delegados para facilitar la novación de determinados contratos de derivados negociados en mercados no regulados. La adopción de dichas decisiones es necesaria para que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) pueda reconocer eventualmente a las ECC y los DCV del Reino Unido como infraestructuras de un país tercero. Con el mismo objetivo, la ESMA acordó, el 4 de febrero de 2019, un Memorando de Entendimiento (MoU) con el Banco de Inglaterra, que fija el alcance de la cooperación y el acuerdo de reparto de información.

proceso de elaboración de diversos memorandos de entendimiento, con el fin de garantizar la efectividad de las medidas de contingencia.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) y las autoridades nacionales competentes vienen realizando en el marco del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) un seguimiento activo de los preparativos y de los planes de relocalización de las entidades, y elaborando políticas supervisoras específicamente relacionadas con el *brexit*, dirigidas en gran medida a evitar la creación de «cascarones vacíos» en la UE de grupos cuyas estructuras de gobernanza y de gestión del riesgo se mantienen en el Reino Unido.

A escala nacional, la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional, en colaboración con el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, ha valorado medidas puntuales y limitadas en el tiempo específicamente dirigidas a garantizar la ausencia de interrupciones en torno al 29 de marzo del 2019 en aquellos aspectos no cubiertos por las actuaciones de la Comisión Europea. En el ámbito de la prestación de servicios financieros, las medidas de contingencia aprobadas por el Gobierno^{21,22} están dirigidas a garantizar la continuidad de los contratos suscritos por entidades británicas con anterioridad a la fecha efectiva de salida del Reino Unido de la UE. No obstante, una vez que se produzca la salida, las entidades financieras deberán obtener nueva autorización para firmar nuevos contratos o renovar los contratos preexistentes, así como para introducir modificaciones que supongan la prestación de nuevos servicios en España o que afecten a obligaciones esenciales de las partes, y en aquellos supuestos en los que las actividades vinculadas a la gestión de los contratos requieran autorización. La autorización o registro concedido inicialmente por las autoridades británicas competentes mantendrá provisionalmente su vigencia durante un período de nueve meses para permitir a las entidades, bien llevar a cabo la cesión o terminación ordenada de los contratos, bien solicitar la correspondiente autorización en España.

Conviene enfatizar que las medidas adoptadas por las autoridades públicas no deben sustituir la actuación de las entidades financieras británicas y de las entidades nacionales con exposición al Reino Unido, en quienes recae la responsabilidad principal de adoptar las medidas de preparación que sean necesarias. A ellas les corresponde evaluar las implicaciones que una salida del Reino Unido sin acuerdo tiene para su negocio, identificando los riesgos y su posible impacto, así como los cambios en su estructura organizativa, los contratos afectados y las autorizaciones pertinentes. Esto afecta también al intercambio de datos, al acceso a las infraestructuras de mercado y a la financiación mayorista, y también al cumplimiento de la normativa sobre recuperación y resolución. La adecuada preparación debe incluir una labor de comunicación activa hacia los clientes cuyos contratos y servicios puedan verse afectados con el *brexit* respecto a las implicaciones concretas que sobre los mismos tiene la salida del Reino Unido.

²¹ Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo, por el que se adoptan medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la UE sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la UE.

²² El Real Decreto-ley 5/2019 incluye, además, disposiciones en materia de ciudadanía, cooperación policial y judicial internacional, otras actividades económica (aduanas, contratación pública, autorizaciones y licencias) y transporte.

En definitiva, con la salida del Reino Unido, las entidades británicas que actualmente prestan servicios en España o en el resto de la UE dejarán de disfrutar de los beneficios del pasaporte europeo y de las ventajas que para su negocio tenía el actuar como puerta de entrada de negocio proveniente de terceros países.

Muchas entidades han tomado decisiones estratégicas que pasan por el establecimiento de filiales en la UE-27 que les permitan mantener las ventajas derivadas del pasaporte europeo, pero algunas todavía no lo han hecho. Algunas han optado por reforzar sus sucursales, que deberán transformarse en sucursales de Estado tercero o hacer uso de los marcos nacionales que permiten el acceso directo a los mercados por entidades de terceros países. La prestación transfronteriza de servicios financieros sin establecimiento comercial no está permitida en muchos de los Estados miembros o está sujeta a fuertes requisitos de autorización, como en el caso de España para las entidades de crédito.

Desde la perspectiva supervisora, el BCE aboga por un modelo que permita una adecuada supervisión de las actividades desarrolladas en la Unión Bancaria, para lo que parece preferible el modelo de filiales que eviten la creación de estructuras que supongan cascarones vacíos o la prestación transfronteriza de servicios a gran escala. El objetivo es evitar el arbitraje regulatorio y el control de aquellos riesgos que no pueden resolverse de manera satisfactoria a escala nacional. Están por ver cuáles serán las consecuencias de esa deslocalización del negocio de la City londinense a la UE de los veintisiete (EU-27), que algunos analistas identifican con incrementos de costes y de pérdida de eficiencia, pero que podría servir de acicate para acelerar la Unión del Mercado de Capitales, y fortalecer así el mercado interior y el sector financiero de la UE-27.

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 1201 ELOÍSA ORTEGA y JUAN PEÑALOSA: Claves de la crisis económica española y retos para crecer en la UEM. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1202 MARÍA J. NIETO: What role, if any, can market discipline play in supporting macroprudential policy?
- 1203 CONCHA ARTOLA y ENRIQUE GALÁN: Las huellas del futuro están en la web: construcción de indicadores adelantados a partir de las búsquedas en Internet. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1204 JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA: Luis Ángel Rojo en el Banco de España.
- 1205 PABLO HERNÁNDEZ DE COS y CARLOS THOMAS: El impacto de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico. Una ilustración para la economía española a partir de un modelo de equilibrio general.
- 1206 GALO NUÑO, CRISTINA PULIDO y RUBÉN SEGURA-CAYUELA: Long-run growth and demographic prospects in advanced economies.
- 1207 IGNACIO HERNANDO, JIMENA LLOPIS y JAVIER VALLÉS: Los retos para la política económica en un entorno de tipos de interés próximos a cero.
- 1208 JUAN CARLOS BERGANZA: Fiscal rules in Latin America: a survey.
- 1209 ÁNGEL ESTRADA y EVA VALDEOLIVAS: The fall of the labour income share in advanced economies.
- 1301 ETTORE DORRUCCI, GABOR PULA y DANIEL SANTABÁRBARA: China's economic growth and rebalancing.
- 1302 DANIEL GARROTE, JIMENA LLOPIS y JAVIER VALLÉS: Los canales del desapalancamiento del sector privado: una comparación internacional.
- 1303 PABLO HERNÁNDEZ DE COS y JUAN F. JIMENO: Fiscal policy and external imbalances in a debt crisis: the Spanish case.
- 1304 ELOÍSA ORTEGA y JUAN PEÑALOSA: Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1401 JOSÉ MARÍA SERENA y EVA VALDEOLIVAS: Integración financiera y modelos de financiación de los bancos globales.
- 1402 ANTONIO MONTESINOS, JAVIER J. PÉREZ y ROBERTO RAMOS: El empleo de las administraciones públicas en España: caracterización y evolución durante la crisis.
- 1403 SAMUEL HURTADO, PABLO MANZANO, EVA ORTEGA y ALBERTO URTASUN: Update and re-estimation of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE).
- 1404 JUAN CARLOS BERGANZA, IGNACIO HERNANDO y JAVIER VALLÉS: Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión.
- 1405 FERNANDO LÓPEZ VICENTE y JOSÉ MARÍA SERENA GARRALDA: Macroeconomic policy in Brazil: inflation targeting, public debt structure and credit policies.
- 1406 PABLO HERNÁNDEZ DE COS y DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ: Estructura impositiva y capacidad recaudatoria en España: un análisis comparado con la UE. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1407 OLYMPIA BOVER, ENRIQUE CORONADO y PILAR VELILLA: The Spanish survey of household finances (EFF): description and methods of the 2011 wave.
- 1501 MAR DELGADO TÉLLEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS, SAMUEL HURTADO y JAVIER J. PÉREZ: Los mecanismos extraordinarios de pago a proveedores de las Administraciones Públicas en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1502 JOSÉ MANUEL MONTERO y ANA REGIL: La tasa de actividad en España: resistencia cíclica, determinantes y perspectivas futuras.
- 1503 MARIO IZQUIERDO y JUAN FRANCISCO JIMENO: Employment, wage and price reactions to the crisis in Spain: Firm-level evidence from the WDN survey.
- 1504 MARÍA DE LOS LLANOS MATEA: La demanda potencial de vivienda principal.
- 1601 JAVIER MENCÍA y JESÚS SAURINA: Política macroprudencial: objetivos, instrumentos e indicadores. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1602 LUIS MOLINA, ESTHER LÓPEZ y ENRIQUE ALBEROLA: El posicionamiento exterior de la economía española.
- 1603 PILAR CUADRADO y ENRIQUE MORAL-BENITO: El crecimiento potencial de la economía española (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1604 HENRIQUE S. BASSO y JAMES COSTAIN: Macroprudential theory: advances and challenges.
- 1605 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, AITOR LACUESTA y ENRIQUE MORAL BENITO: An exploration of real-time revisions of output gap estimates across European countries.
- 1606 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, SAMUEL HURTADO, FRANCISCO MARTÍ y JAVIER J. PÉREZ: Public finances and inflation: the case of Spain.

- 1607 JAVIER J. PÉREZ, MARIE AOURIRI, MARÍA M. CAMPOS, DMITRIJ CELOV, DOMENICO DEPALO, EVANGELIA PAPAPETROU, JURGA PESLIAKAITÉ, ROBERTO RAMOS y MARTA RODRÍGUEZ-VIVES: The fiscal and macroeconomic effects of government wages and employment reform.
- 1608 JUAN CARLOS BERGANZA, PEDRO DEL RÍO y FRUCTUOSO BORRALLA: Determinants and implications of low global inflation rates.
- 1701 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, JUAN FRANCISCO JIMENO y ROBERTO RAMOS: El sistema público de pensiones en España: situación actual, retos y alternativas de reforma. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1702 EDUARDO BANDRÉS, MARÍA DOLORES GADEA-RIVAS y ANA GÓMEZ-LOSCOS: Regional business cycles across Europe.
- 1703 LUIS J. ÁLVAREZ e ISABEL SÁNCHEZ: A suite of inflation forecasting models.
- 1704 MARIO IZQUIERDO, JUAN FRANCISCO JIMENO, THEODORA KOSMA, ANA LAMO, STEPHEN MILLARD, TAIRI RÕÕM y ELIANA VIVIANO: Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey.
- 1705 ÁNGEL LUIS GÓMEZ y M.ª DEL CARMEN SÁNCHEZ: Indicadores para el seguimiento y previsión de la inversión en construcción.
- 1706 DANILO LEIVA-LEON: Monitoring the Spanish Economy through the Lenses of Structural Bayesian VARs.
- 1707 OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, ESTEBAN GARCÍA-MIRALLES, JOSÉ MARÍA LABEAGA y ROBERTO RAMOS: Microsimulation tools for the evaluation of fiscal policy reforms at the Banco de España.
- 1708 VICENTE SALAS, LUCIO SAN JUAN y JAVIER VALLÉS: The financial and real performance of non-financial corporations in the euro area: 1999-2015.
- 1709 ANA ARENCIBIA PAREJA, SAMUEL HURTADO, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y EVA ORTEGA: New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE).
- 1801 ANA ARENCIBIA PAREJA, ANA GÓMEZ LOSCOS, MERCEDES DE LUIS LÓPEZ y GABRIEL PÉREZ QUIRÓS: A short-term forecasting model for the Spanish economy: GDP and its demand components.
- 1802 MIGUEL ALMUNIA, DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Evaluating the macro-representativeness of a firm-level database: an application for the Spanish economy.
- 1803 PABLO HERNÁNDEZ DE COS, DAVID LÓPEZ RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos del desaholamiento público. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1804 OLYMPIA BOVER, LAURA CRESPO, CARLOS GENTO y ISMAEL MORENO: The spanish survey of household finances (EFF): Description and methods of the 2014 wave.
- 1805 ENRIQUE MORAL-BENITO: The microeconomic origins of the Spanish boom.
- 1806 BRINDUSA ANGHIEL, HENRIQUE BASSO, OLYMPIA BOVER, JOSÉ MARÍA CASADO, LAURA HOSPIDO, MARIO IZQUIERDO, IVAN A. KATARYNIUK, AITOR LACUESTA, JOSÉ MANUEL MONTERO y ELENA VOZMEDIANO: La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1807 MAR DELGADO-TÉLLEZ y JAVIER J. PÉREZ: Institutional and economic determinants of regional public debt in Spain.
- 1808 CHENXU FU y ENRIQUE MORAL-BENITO: The evolution of Spanish total factor productivity since the Global Financial Crisis.
- 1809 CONCHA ARTOLA, ALEJANDRO FIORITO, MARÍA GIL, JAVIER J. PÉREZ, ALBERTO URTASUN y DIEGO VILA: Monitoring the Spanish economy from a regional perspective: main elements of analysis.
- 1810 DAVID LÓPEZ-RODRÍGUEZ y CRISTINA GARCÍA CIRIA: Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea.
- 1811 JORGE MARTÍNEZ: Previsión de la carga de intereses de las Administraciones Públicas.
- 1901 CARLOS CONESA: Bitcoin: ¿una solución para los sistemas de pago o una solución en busca de problema? (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1902 AITOR LACUESTA, MARIO IZQUIERDO y SERGIO PUENTE: Un análisis del impacto de la subida del salario mínimo interprofesional en 2017 sobre la probabilidad de perder el empleo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 1903 EDUARDO GUTIÉRREZ CHACÓN y CÉSAR MARTÍN MACHUCA: Exporting Spanish firms. Stylized facts and trends.
- 1904 MARÍA GIL, DANILO LEIVA-LEON, JAVIER J. PÉREZ y ALBERTO URTASUN: An application of dynamic factor models to nowcast regional economic activity in Spain.
- 1905 JUAN LUIS VEGA (COORDINADOR): *Brexit*: balance de situación y perspectivas.